



Høgskulen på Vestlandet

ØMF190 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

ØMF190

Predefinert informasjon

Startdato:	30-04-2021 09:00	Termin:	2021 VÅR
Sluttdato:	14-05-2021 14:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	Bacheloroppgave		
Flowkode:	203 ØMF190 1 MA1 2021 VÅR		
Intern sensor:	Torstein Dahle		

Deltaker

Navn:	Sami Azari
Kandidatnr.:	207
HVL-id:	579567@hvl.no

Informasjon fra deltaker

Egenerklæring *: Ja
Jeg bekrefter at jeg har Ja
registrert
oppgavetittelen på
norsk og engelsk i
StudentWeb og vet at
denne vil stå på
vitnemålet mitt *:

Gruppe

Gruppenavn: Regnskap og skatt
Gruppenummer: 6
Andre medlemmer i gruppen: Cato René Jensen, Magnus Mork

Jeg godkjenner avtalen om publisering av bacheloroppgaven min *

Ja

Er bacheloroppgaven skrevet som del av et større forskningsprosjekt ved HVL? *

Nei

Er bacheloroppgaven skrevet ved bedrift/virksomhet i næringsliv eller offentlig sektor? *

Nei



Høgskulen
på Vestlandet

BACHELOROPPGAVE

En sammenligning av bruk av investeringselskap og aksjesparekonto ved investeringer i selskaper notert på Oslo Børs.

A comparison of the use of closely held firms and share savings account when investing in firms listed on the Oslo Stock Exchange.

Cato René Jensen,
Magnus Mork
og Sami Azari

Økonomi og administrasjon

Institutt for økonomi og administrasjon

ved Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Veileder: Torstein Dahle

14.05.2021

Jeg bekrefter at arbeidet er selvstendig utarbeidet, og at referanser/kildehenvisninger til alle kilder som er brukt i arbeidet er oppgitt, jf. Forskrift om studium og eksamen ved Høgskulen på Vestlandet, § 12-1.

Referanseside

<i>Tittel:</i>	<i>Dato:</i>
<i>Norsk:</i>	14.05.2021
<i>En sammenligning av bruk av investerings- selskap og aksjesparekonto ved investeringer i sels- kaper notert på Oslo Børs.</i>	<i>Rapportnummer:</i>
<i>Engelsk:</i>	
<i>A comparison of the use of closely held firms and share savings account when investing in firms listed on the Oslo Stock Exchange.</i>	
<i>Forfatter(e):</i>	<i>Antall sider u/vedlegg: 86</i>
<i>Cato René Jensen, Magnus Mork og Sami Azari</i>	<i>Antall sider vedlegg: 20</i>
<i>Veileder:</i>	<i>Institutt/Campus:</i>
Torstein Dahle	Bergen
<i>Fordypning:</i> Regnskap og skatt	
<i>Merknader:</i>	
<i>Kontaktvirksomhet:</i>	

Sammendrag:

Denne bacheloroppgaven har som formål å gi private investorer en bedre forståelse av hvilken investeringsordning som er mest gunstig å benytte seg av. Herunder går vi inn på aksjesparekonto og investering gjennom investeringsselskap, og setter disse opp mot hverandre for å undersøke de skattemessige effektene. Ettersom aksjesparekontoen ble innført som en ordning der man ville oppnå flere av fordelene man har gjennom et investeringsselskap, var det interessant å sammenligne disse to. Overordnet ble aksjesparekontoen innført for å få flere private investorer til å investere på Oslo Børs uten å måtte opprette et investeringsselskap. På bakgrunn av dette ble det naturlig å stille seg spørsmålet om de to ordningene var likeverdige.

Opgaven er tett knyttet opp mot skattelovgivningen og tilhørende forarbeider. For å gi klarhet i hva de to ordningene innebærer, har vi utarbeidet et fylldig teorigrunnlag i første del av oppgaven. Videre har vi utarbeidet tre ulike caser der vi anvender regelverket og analyserer effektene av investeringer i selskaper både gjennom utbyttebetalende, ikke-utbyttebetalende og øvrige selskaper. I casene valgte vi ut selskaper som var notert kontinuerlig på Oslo Børs i perioden 2003 – 2019. Den samme investorholdningen er lagt til grunn i casene for de to ordningene for å gi et best mulig sammenligningsgrunnlag. En sentral del av oppgaven og de skattemessige konsekvensene av de investeringene man foretar seg er skjermingsreglene, og ikke minst effektene ved utsatt beskatning.

Resultatene vi oppnådde i casene var noe overaskende i forhold til det vi hadde sett for oss på forhånd. Ettersom skjermingsreglene tilsynelatende ser mer gunstig ut ved bruk av et investeringsselskap, kunne det virke som at denne ordningen ville være den beste. Dette stemte imidlertid ikke i alle tilfeller. Med de forutsetningene som ble lagt i grunn i analysen viste det seg at aksjesparekontoen i de fleste tilfeller var den mest gunstige ordningen for å oppnå høyest nettoavkastning. Disse resultatene kom vi frem til selv uten å hensynta eventuelle merkostnader man typisk har ved å investere gjennom et investeringsselskap. Det viste seg imidlertid at investeringsselskap i visse tilfeller er overlegent når det kommer til avkastning sammenlignet med aksjesparekontoordningen.

Stikkord:

Aksjonærmodellen	Aksjesparekonto	Skjerming
------------------	-----------------	-----------

Abstract:

The purpose of this bachelor thesis is to give private investors a better understanding of the different scheme they can choose to invest their money in the stock market. We are focusing on the “share savings account” and investing by establishing an investment company and compare these two schemes against each other to examine the tax effects. Since the share savings account was introduced to achieve some of the benefits that you can get through an investment company, we found it interesting to compare these schemes. From the beginning, the share savings account was introduced to increase the investing activity by private investors on Oslo Stock Exchange without having to establish an own investment company. On this basis, it became natural for us to ask whether the two schemes were equal when we are talking about profit and tax effects.

The thesis is based on the tax legislation and legislative history. To clarify what the schemes entail; we have prepared a theoretical basis in the first part of the thesis. Furthermore, we have prepared three different cases where we applied the regulations and analysed the effects of investing in companies through dividend-paid, non-dividend-paying and other companies. We selected companies that were listed continuously on the Oslo Stock Exchange in the period 2003 – 2019 in the three cases. For providing the best possible basis for comparison, we used the same attitude by the investor for the two schemes in the cases. A key part of our bachelor thesis and the consequences of tax of investments are the risk-free return allowance, and the effects of deferred taxation as well.

The results we found in the three cases was a bit surprising compared to what we envisioned in advance. As the rules of risk-free return seem to look more favourable by investing through an investing company, it might seem that this scheme would be the best one to choose. However, this was not the case in our analysis. We used the same assumptions in the analysis, and it turned out that the share savings account was the most favourable scheme for achieving the highest net return in two of the three cases. We seemed to get the same results even without adding any additional costs by investing through an investing company. However, it turned out that investment companies in certain cases are superior when it comes to returns compared to the share savings account.

Keywords:

Shareholder model	Share savings account	Investments
-------------------	-----------------------	-------------

Forord

Denne oppgaven inngår som del av bachelorgraden i Økonomi og administrasjon ved Høgskulen på Vestlandet. Tre lange og utfordrende år ved dette studiet i Bergen avsluttes med denne innleveringen. Semesteret har vært en utfordring, spesielt med tanke på den gjeldende pandemi. Vi tror likevel at det har lært oss bedre å kjenne, både med tanke på begrensninger og innsatsen som måtte til.

Dette semesteret har lært oss mye både faglig og personlig. Arbeidet ble mye mer krevende enn det vi i utgangspunktet så for oss. Vi er derfor glade for å avslutte utdanningen med en oppgave som forhåpentligvis illustrerer våre evner og arbeidsvilje.

Denne oppgaven hadde ikke blitt til slik den er, om det ikke var for vår veileder Torstein Dahle. Mange utfordringer har møtt oss langs veien, og Torstein har konsekvent kommet med gode innspill. Det er fascinerende å lytte til hans resonnementer, og ikke minst inspirerende å oppleve hvordan han tar vanskelige spørsmål på strak arm. Vi føler oss beæret over å være en av de siste gruppene han veileder.

Bergen, mai 2021

Innhold

Referanseside	1
Forord	4
Tabelloversikt	7
Figurliste	10
Formelliste	10
1. Innledning	13
1.1. Bakgrunn for valg av tema	13
1.2. Valg av problemstilling	13
1.3. Avgrensning	14
1.4. Fremgangsmåte	15
1.5. Oppgavestruktur	15
2. Teori	17
2.1. Begrepsavklaring	17
2.2. Aksjonærmodellen	18
2.2.1. Opprinnelse	19
2.2.2. Endringer etter ikrafttredelse	24
2.3. Skjerming	24
2.3.1. Skjermingsgrunnlaget	25
2.3.2. Skjermingsrenten	25
2.4. Fritaksmetoden	26
2.4.1. Relevant gjeldende rett	31
2.5. Aksjesparekonto	31
2.5.1. Generelt om ordningen	31
2.5.2. Utforming	32
2.5.3. Opprinnelsen av aksjesparekontoen	33
2.5.4. Endringer etter ikraftsettelse	36
2.6. Aksjonærmodellen og to alternativer illustrert med et eksempel	37

2.6.1.	Investere direkte i aksjemarkedet – Eksemplet Nora	38
2.6.2.	Opprette et investeringsselskap – Utnyttelse av fritaksmetoden.....	43
2.6.3.	Åpne en aksjesparekonto – Det nyeste sparealternativet	47
2.6.4.	Sammenligning	49
3.	Metode	51
3.1.	Valg av forskningsdesign	51
3.1.1.	Forskningsdesign	51
3.2.	Forskningsmetode	51
3.3.	Utvalg.....	52
3.3.1.	Beskrivelse av utvalg	52
3.3.2.	Begrunnelse av utvalg	52
3.4.	Validitet og reliabilitet.....	53
3.5.	Etisk overveielse	53
3.6.	Kildekritikk.....	53
3.7.	Svakheter med oppgaven.....	54
4.	Analyse.....	55
4.1.	Teoretisk tilnærming	55
4.2.	Caser	60
4.2.1.	Ikke-utbyttebetalende selskaper.....	61
4.2.2.	Utbyttebetalende selskaper	71
4.2.3.	Øvrige selskaper	74
4.2.4.	Sammenligning	77
5.	Konklusjon	79
5.1.	Videre forskning	81
5.2.	Avsluttende refleksjoner	82
6.	Litteraturliste	83
7.	Vedlegg	88

Vedlegg 1: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, utbyttebetalende selskaper	89
Vedlegg 2: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer på aksjesparekonto, utbyttebetalende selskaper	90
Vedlegg 3: Balanse for investeringselskap pr. 31.12.2019, øvrige selskaper	91
Vedlegg 4: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, øvrige selskaper	92
Vedlegg 5: Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, øvrige selskaper	93
Vedlegg 6: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer på aksjesparekonto, øvrige selskaper	94
Vedlegg 7: Balanse for investeringselskap pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper	95
Vedlegg 8: Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper	96
Vedlegg 9: Modellutforming og datamateriale	97
Datainnsamling og bearbeiding	97
Modeller og børskurser	98
Modellen	99

Tabelloversikt

Tabell 1: Endringer i oppjusteringsfaktor	24
Tabell 2: Inngangsverdier for Nora ved investeringer foretatt fra egen hånd	39
Tabell 3: Oversikt over inngangsverdier og tilordnet skjerming pr. 31.12.20x0 for Nora som personlig aksjonær	39
Tabell 4: Beregning av Nora sin skattbare alminnelige inntekt for inntektsåret 20x0	40
Tabell 5: Beregning av skattbar alminnelig inntekt for Nora for inntektsåret 20x1.	41
Tabell 6: Beregning av skattbar alminnelig inntekt tilknyttet aksjeinntekter og -tap for Nora ved realisasjon i 20x2 fordelt på de to aksjepostene	42
Tabell 7: Beregning av skattepliktig inntekt og skattekostnad for AS Investering for inntektsåret 20x0.	45
Tabell 8: Beregning av aksjevinning for AS Investering i inntektsåret 20x2	45
Tabell 9: Beregning av kontantbeholdning for AS Investering pr. 01.01.20x2	46

Tabell 10: Beregning av skattbar alminnelig inntekt og skattekostnad for Nora ved realisasjon av aksjer i AS Investering.....	46
Tabell 11: Beregning av kontantbeholdning på aksjesparekonto pr. 01.01.20x2 for Nora som kontoinnehaver.....	48
Tabell 12: Beregning av skattbar alminnelig inntekt og skattekostnad for Nora som innehaver av aksjesparekonto ved realisasjon pr. 01.01.20x2.....	48
Tabell 13: Sammenligning av investeringsordninger fra gjennomgående eksempel.....	49
Tabell 14: Aksjekurser for utvalget ikke-utbyttebetalende selskaper pr. 01.01.2017 og 01.01.2020..	61
Tabell 15: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	62
Tabell 16: Matrise for tilordnet skjerming relativt anskaffelsestidspunkt med årlige innskudd i investeringsselskap på kr. 120 000.....	62
Tabell 17: Beregning av vinning for investeringsselskap ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper, med realisasjon pr. 01.01.2020.....	63
Tabell 18: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt for aksjonær i investeringsselskap ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	63
Tabell 19: Beregning av skattbar alminnelig inntekt for aksjonær i investeringsselskap etter investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	65
Tabell 20: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2016 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	66
Tabell 21: Beregning av gevinst og tap for aksjer i investeringsselskap ved realisasjon av alle aksjer pr. 01.01.2017.....	66
Tabell 22: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av skattbar alminnelig inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som investerer i ikke-utbyttebetalende aksjer pr. 01.01.2017.....	66
Tabell 23: Beregning av tilordnet skjerming for aksjesparekontoinnehaver.....	68
Tabell 24: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	69
Tabell 25: Beregning av gevinst og tap for aksjer ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2020.....	69
Tabell 26: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjesparekonto pr. 01.01.2020.....	69
Tabell 27: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2016 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	70

Tabell 28: Beregning av gevinst og tap ved realisasjon av aksjer i aksjesparekonto ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2017.	70
Tabell 29: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i aksjesparekonto og investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper pr. 01.01.2017.....	71
Tabell 30: Oversikt over selskaper i utvalget "utbyttebetalende selskaper".....	71
Tabell 31: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.....	72
Tabell 32: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utbyttebetalende selskaper ved realisasjon pr. 01.01.2020.	72
Tabell 33: «Balanse» for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.....	73
Tabell 34: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjesparekonto etter investeringer i utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2020.....	73
Tabell 35: Oversikt over selskaper i utvalget «øvrige selskaper».	74
Tabell 36: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i øvrige selskaper.	75
Tabell 37: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utvalget «øvrige selskaper».	75
Tabell 38: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i utvalget "øvrige selskaper".	76
Tabell 39: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt for aksjesparekontoinnehaver ved realisasjon av aksjesparekonto pr. 01.01.2020 etter investeringer i utvalget "øvrige selskaper".	76
Tabell 40: Sammenligning av investeringsmuligheter og avkastning ved investeringer i de tre utvalgene.	77
Tabell 41: Selskaper i utvalg	98
Tabell 42: Oversikt over splittinger og spleisinger	103
Tabell 43: Skjermingsrente 2003 – 2020. Merk at skjermingsrenten i 2003 – 2005 er beregnet og ikke fastsatt.....	104
Tabell 44: Rentefot av bankinnskudd i 2003 – 2020.	105

Figurliste

Figur 1: Utvikling av skjermingsrente 2003 – 2020.	26
Figur 2: Illustrasjon av konsernstruktur.	27
Figur 3: Vinnings- og utbyttebeskatning for selskapsaksjonær.....	31
Figur 4: Lovarbeidet med tilknytning til aksjesparekontoordningen.	36
Figur 5: Fordeling av investeringsobjekts resultat før skatt.	38
Figur 6: Illustrasjon av skillet mellom personlige skattytere og upersonlige skattytere (selskapsaksjonærer).....	44
Figur 7: Avkastning ved bruk av investeringsselskap i markedet med årlig avkastning på 12,12 % og skjerming på 1,40 %. Realisasjonen er etter skattlegging av selskapsaksjonær.	56
Figur 8: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto i markedet under forutsetning om årlig avkastning på 12,12 % og en skjermingsrente på 1,40 %. Avkastningen er etter skattlegging av aksjesparekontoinnehaver.	57
Figur 9: Differanseavkastning mellom bruk av investeringsselskap og bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet, under forutsetning om årlig avkastning på 12,12 % og en skjermingsrente på 1,40 %. Differansen er beregnet som avkastning ved bruk av investeringsselskap med fradrag for avkastning ved bruk av aksjesparekonto.	58
Figur 10 Antall dager mellom dato for ex utbytte og dato for utbetaling av utbytte, basert på tilgjengelige data fra datasettet.	102

Formelliste

Formel 1: Beregning av skjerming.	25
Formel 2: Mottatt andel av overskudd for aksjonær i konsernspiss fra selskap som tredje ledd i konsernstruktur uten bruk av fritaksmetoden.....	27
Formel 3: Aksjegevinst basert på selskapets overskudd og skattesats av alminnelig inntekt.	38
Formel 4: Beregning av tilordnet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.01.20x0 pr. 31.12.20x1.	40
Formel 5: Beregning av tilordnet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.07.20x0 pr. 31.12.20x1.	40
Formel 6: Beregning av akkumulert ubenyttet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.01.20x0 pr. 31.12.20x1.....	41
Formel 7: Beregning av akkumulert ubenyttet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.07.20x0 pr. 31.12.20x1.....	41
Formel 8: Beregning av akkumulert tilordnet skjerming for Nora pr. 31.12.20x1.....	46

Formel 9: Egenkapitalavkastning ved bruk av investeringsselskap.....	55
Formel 10: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet når investeringsperioden er ett eller to år.	56
Formel 11: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet når investeringsperioden er mer enn to år.	57
Formel 12: Formel for å beregne differanseavkastningen ved bruk av investeringsselskap sammenlignet med bruk av aksjesparekonto under forutsetning om at investeringsperioden er mindre enn tre år.....	58
Formel 13: Formel for å beregne differanseavkastningen ved bruk av investeringsselskap sammenlignet med bruk av aksjesparekonto under forutsetning om at investeringsperioden er minst tre år.....	59
Formel 14: Beregning av beholdningsdifferanse som følge av avvik grunnet spleising av aksjer i utvalget.....	62
Formel 15: Fordeling av utgangsverdi på inngangsverdi ved investeringer gjennom investeringsselskap i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	64
Formel 16: Fordeling av utgangsverdi på anskaffede aksjer ved investeringer gjennom investeringsselskap i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	64
Formel 17: Beregning av verdidifferanse grunnet feilmargin tilknyttet spleising av aksjer i investeringsperioden.....	65
Formel 18: Fordeling av vederlag pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap pr. 01.01.2017.	67
Formel 19: Beregning av oppjustering ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap pr. 01.01.2017.....	67
Formel 20: Beregning av effektiv skattesats for aksjonær ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2017. Skattekostnader til selskapet er hensyntatt.....	67
Formel 21: Beregning av effektiv skattesats for investeringer gjennom aksjesparekonto ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.....	71
Formel 22: Beregning av vederlag pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap etter investeringer i utbyttebetalende selskaper.	72
Formel 23: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av investeringsselskap til å investere i utbyttebetalende selskaper.	73
Formel 24: Beregning av effektiv skattesats for bruk av aksjesparekonto ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.	74
Formel 25: Beregning av gevinst pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utvalget "øvrige selskaper".	75

Formel 26: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av investeringselskap til å investere i utvalget "øvrige selskaper".	75
Formel 27: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av aksjesparekonto for å investere i utvalget "øvrige selskaper".	77
Formel 28: Daglig rente av bankinnskudd.....	105

1. Innledning

1.1. Bakgrunn for valg av tema

Ved valg av oppgave tok vi utgangspunkt i studieretningen vår i regnskap og skatt. Vi har faglig interesse innenfor denne studieretningen og ønsket spesielt å engasjere oss innenfor skatterett.

Uavhengig av interessen man har for skatterett, er det noe som påvirker alle og spiller en viktig rolle i vår private økonomi og den offentlige økonomien. Man kan ha forskjellige preferanser i forhold til hvordan man ønsker å forvalte kapitalen sin. Det kan imidlertid være vanskelig å vite hva som er den beste løsningen for å maksimere avkastningen. For vårt vedkommende er det spesielt interessant å se på de skattemessige effektene og konsekvensene av aksjeinvesteringer. Dette ble dermed valgt som tema for oppgaven.

Aksjonærmodellen blir benyttet med fritaksmetoden. Dette er en iøynefallende forskjell mellom investeringer foretatt direkte fra aksjonærens hånd og investeringer gjort gjennom aksjeselskaper. Bruken av fritaksmetoden fører til at aksjonæren i investeringsselskapet kan pådra seg en latent skatteplikt som kan reinvesteres i markedet. Den direkte investeringstilpasningen oppnår ingen slik fordel. Muligheten til skattemessig porteføljestyling er en betydelig forskjell mellom tilpasningene, som kan føre til at aksjonæren i investeringsselskapet oppnår høye skattefrie inntekter og en latent skatteplikt som ikke nødvendigvis forfaller til beskatning. Aksjesparekontoordningen har lignende egenskaper.

I Norge er det betydelig aktivitet i finansmarkedene, deriblant gjennom investorer som investerer i aksjer gjennom investeringsselskaper. Andre benytter eksempelvis en aksjesparekonto gjennom en av plattformene som tilbyr dette. Grunnet kompleksiteten i rettsreglene, de mange lovendringer på området og mangel på tidligere forskning valgte vi å sammenligne de to tilpasningene.

1.2. Valg av problemstilling

Vi fant det interessant å se på hvilke tanker som ble lagt til grunn ved innføringen av aksjonærmodellen, og hvilke begrunnelser som førte til en utfasing av det tidligere RISK- og godtgjørelsessystemet. Innføringen av aksjonærmodellen i 2006 førte til at investorer med betydelige formuer kunne ha en fordel sammenlignet med den alminnelige borger (B.innst.S. nr. 1 (2004-2005), s. 20). Dette ble i 2017 håndtert ved å innføre en ordning for private investorer gjennom aksjesparekontoen for å gjøre det «enklere og mer gunstig for privatpersoner å omfordele sparemidler i aksjer, og på den måten bidra til at småsparere i større grad investerer i aksjer» (Prop.1 LS (2016-2017), s. 79).

Innføringen av aksjonærmodellen tilsa at allerede bemidlede borgere hadde en økonomisk og skattemessig fordel sammenlignet med den vanlige borgeren. På det tidspunktet var det vanskeligere for den gjennomsnittlige borger å etablere et aksjeselskap som kunne utnytte de skattemessige fordelene

som følger med aksjonærmodellen og fritaksmetoden. Bruk av aksjeselskaper som investeringselskaper hadde etter innføringen av aksjonærmodellen betydelige skattemessige, og økonomiske, fordeler. Aksjesparekontoordningen tar sikte på å gi disse borgerne tilsvarende muligheter. Det er interessant å legge merke til at dette skjer en tid etter reduksjonen av kravet til selskapskapital i aksjeselskaper, som fører til at aksjeselskapet likevel ikke er så uopnåelig som det en gang var. Aksjesparekontoordningen er laget for småspareren, mens aksjeselskapene fremdeles kan være reservert for mer bemidlede mennesker. Likevel legger vi til grunn at de to tilpasningsmulighetene i stor grad er tilgjengelig for de fleste, som gjør dem interessante og aktuelle å sammenligne for investeringsformål.

Ved første øyekast tyder det på at investering gjennom et investeringselskap er mest gunstig med tanke på skjermingsreglene. Vi vil derfor gi leseren en mulighet til å vurdere hvordan kapitalen deres disponeres best ut fra et avkastningsperspektiv. Det finnes allerede forskning som tar for seg bruken av både aksjonærmodellen og aksjesparekontoordningen. Selv om de på flere måter kan minne om hverandre, er det per dags dato ikke funnet noe tidligere forskning som ser de to ordningene opp mot hverandre. Vi har heller ikke funnet tidligere forskning som tar for seg endringene i aksjesparekontoordningen etter lovendringen om skattefritak på utbytteinntekter innad i ordningen. På bakgrunn av dette har vi valgt følgende problemstilling:

Er bruk av aksjesparekonto og investeringselskap likeverdige for skatteyter?

For en privat investor kan det være vanskelig å sette seg inn i skattereglene, og området er generelt vanskelig å få oversikt over. Det har gjennom lengre tid vært økt interesse for aksjeinvesteringer, og koronasituasjonen har skapt en bølge av nye investorer (Amundsen, 2021). Vi fant det dermed interessant å fremstille de to ordningene på en måte som gjør det enklere for private investorer å forstå virkningene av investeringene både skattemessig og med hensyn til profit.

1.3. Avgrensning

Kjernen i oppgaven er bruk av aksjonærmodellen. Denne gir seg utslag i de to ordningene vi sammenligner. For det første kan en privat investor investere direkte i markedet. For det andre kan den samme investoren etablere et investeringselskap som foretar investeringer i markedet på investorens vegne. Et tredje alternativ er bruk av aksjesparekonto. Vi har valgt å sammenligne de to siste alternativene. Det ble vurdert å inkludere en sammenligning opp mot direkteinvesteringer, men dette falt bort på grunn av arbeidsomfanget. Årsaken til dette illustreres i delkapittel 2.6.

Videre har vi begrenset oss til investeringer som kan gjøres på Oslo Børs. Dette henger hovedsakelig sammen med de begrensninger som følger av aksjesparekontoordningen. Det ville vært mulig å se på

investeringer foretatt i andre land, men dette ble tidlig vurdert som for krevende. Det er forutsatt at investoren er skattepliktig til Norge. Det er derfor ikke hensyntatt investorer som har skatteplikt til andre land, og eventuelt i land som har skatteavtaler med Norge.

På Oslo Børs er det i dag 321 mulige aksjer å investere i (Euronext, 2021). Vi har begrenset oss til å lage en portefølje av selskaper og sparebanker som har vært børsnotert i en lengre periode. Det er derfor lagt til grunn at investeringene skal følge det enkelte selskap gjennom en lengre tidsperiode, heller enn å følge en indeks.

Det finnes sannsynligvis gunstige tilpasningsmuligheter som tar sikte på å yte mindre skatt. Disse løsningene vil sannsynligvis ikke ha vært lovgivers intensjon, og det er tvilsomt at den alminnelige investor vil benytte seg av slike tilpasninger. Det er et spørsmål om slike tilpasninger ville vært gjenstand for gjennomskjæring, og det er dermed ikke inkludert i oppgaven. En tilpasningsmulighet som sannsynligvis kunne vært benyttet er å gjøre innskudd i investeringselskapet gjennom året som lån til selskapet. Når det ytes lån fra en privatperson til et aksjeselskap, skal renteinntekter skattlegges sterkere enn normalt, jf. skatteloven § 5-22. Lovgivers intensjon er å ikke tillate selskapsinntekter å bli overført uten oppjustering til aksjonærer, eller andre personer for den del. Det er likevel innrømmet en skjermingsrente på slike lån, som betyr at ekstraskatten bare skal beregnes for det beløp som overstiger denne lave avkastningen. Det burde ved å yte lån til selskapet i oppsparingsperioden være mulig å beregne renter etter gjeldende skjermingsrente. Dette vil si at det ikke utløses beskatning. Disse rentene kunne blitt valgt ikke utdelt til lånyteren (aksjonæren), men blitt omdannet til aksjekapital samtidig som lånet. Aksjonæren vil dermed få aksjer i investeringselskapet som vederlag for utlånt kapital. Utgangsverdien ved realisasjon ville da blitt fordelt på flere aksjer, som fører til muligheter for å benytte seg av mer skjerming enn ellers.

1.4. Fremgangsmåte

For å gi leseren mulighet til å komme med en selvstendig vurdering av temaet har vi benyttet juridisk metode for å belyse hvordan de to ordningene fungerer. Her vil en presentasjon av rettsreglene gi et godt teoretisk fundament for å drøfte dem opp mot hverandre. Deretter ble det laget modeller i Excel basert på historiske børskurser, hvor de to ordningene kan praktiseres i markedet under like forutsetninger. Det ble videre forutsatt at de aktuelle aksjene skal realiseres på samme tidspunkt under begge ordningene slik at det blir mulig å sammenligne avkastning og beskatning ved de ulike tilpasningene. Oppnådd avkastning ved realisasjon er grunnlaget for den endelige konklusjonen.

1.5. Oppgavestruktur

I kapittel 1 er begrunnelse for valg av tema og problemstilling angitt. Det er redegjort for tanker som er gjort rundt problemstillingen og de avgrensninger som ligger til grunn for oppgaven.

Kapittel 2 gir en teoretisk forankring for oppgavens analysedel. Kapitlet starter med en begrepsavklaringsdel hvor leseren gis anledning til å gjøre seg kjent med sentrale begreper benyttet gjennom oppgaven. Det er valgt ut bestemte begreper som er viktige for den overordnede forståelsen av oppgavens innhold. I delkapittel 2.2 blir aksjonærmodellen presentert. Den følges av skjerming og fritaksmetoden i delkapitlene 2.3 og 2.4. Delkapittel 2.5 tar for seg aksjesparekontoordningen. Aksjonærmodellen er en såkalt 'aksjonærmodell med skjerming', som også benytter seg av fritaksmetoden. Aksjesparekontoordningen bygger i det vesentligste på denne aksjonærmodellen. Delkapittel 2.6 presenterer det grunnlaget som vi deretter anvender på et gjennomgående eksempel der vi bruker de tre tilpasningsmulighetene som aksjonærer har.

Opgavens metodetilnærming er presentert i kapittel 3. Det gis her en begrunnelse for tilnærming, samt kommentarer knyttet til validitet og reliabilitet i forbindelse med forskningsopplegget. Videre er det gjennomgått etiske hensyn, kildekritikk og svakheter ved oppgaven. Enhver leser anbefales å sette seg inn i svakheterne.

Kapittel 4 presenterer drøftingen og funnene som ble gjort. Et stort datamateriale er forsøkt presentert på en oversiktlig måte som viser de generelle funnene som ble gjort. Den interesserte leser bes å lese igjennom Vedlegg 9 for å forstå hvordan analysen er gjennomført. Dette vil også gi anledning til å etterprøve konklusjonene.

Konklusjonene blir presentert i kapittel 5 med svar på problemstillingen. Det vises i analysekapitlet at utfallene blir ulike ved de forskjellige tilnærmingene. Konklusjonen presiserer derfor de hensyn som kan ligge til grunn ved valg av tilpasning.

2. Teori

2.1. Begrepsavklaring

Aksje	Eierandel i et aksjeselskap (Knudsen og Sirnes, 2019). I et aksjeselskap er det et visst antall aksjer, der hver enkelt aksje har samme pålydende.
Alminnelig inntekt	Skattepliktig nettoinntekt for skattytere. Skattepliktige inntekter tillegges og skattepliktige kostnader og tap fradras.
Effektiv skattesats	Forholdet mellom ytt skatt og avkastning før skatt. Beregnet som sum av ytt skatt i telleren, fordelt på fastsatt alminnelig inntekt i nevneren.
Egenkapitalbevis	Fritt omsettelige verdipapir som utstedes av sparebanker og gjensidige forsikringselskaper (Statistisk sentralbyrå, 2020). Disse har likhetstrekk til aksjer, men avviker når det kommer til eierrett til selskapsformuen og innflytelse på virksomheten. Tidligere kalt grunnfondsbevis.
Fondsaksje	Aksjer som tildeles eierne uten at selskapet tilføres ny kapital (fondsaksjer, 2014). Dette skjer gjennom en fondsemisjon der utdelingen blir gjort i forhold til hvilken eierbrøk hver enkelt aksjeeier i utgangspunktet hadde.
Inngangsverdi	Det man betaler for aksjene med evt. megleromkostninger, naturalytelser, verdien av gjeldsovertakelse og tjenester mv. (Skatteetaten, u.å.).
Konsern	To eller flere juridisk selvstendige selskaper som utgjør en enhet gjennom at et selskap har bestemmende innflytelse (morselskap) over ett eller flere andre selskaper (datterselskap) (konsern, 2011).
Kursgevinst	Realisert verdiøkning av aksjer. Dersom aksjene man eier stiger i verdi uten at de selges / realiseres, oppnår man en urealisert kursgevinst / avkastning (Avkastning, u.å.). Dersom man velger å selge aksjene til en pris som er høyere enn inngangsverdien oppnår man en kursgevinst.
Kurtasje	Provisjon / gebyr til megler for kjøp og salg av verdipapirer (Skaug, u.å.).
Latent gevinst / tap	Med latent gevinst menes en gevinst som ikke er realisert og dermed ikke aktuell til beskatning ennå. Med latent tap menes en tilsvarende post, hvor tapet ikke er realisert.
Personlig skattyter	Enhver skattyter som ikke er en upersonlig skattyter, jf. skattebetalingsloven § 4-1 første ledd bokstav b).

Realisasjon	Med realisasjon menes å gjøre faktisk en verdi. Dette skjer normalt gjennom salg av aksjer, men det kan også forekomme gjennom eksempelvis innløsning av aksje eller oppgivelse av aksje ved likvidasjon av selskapet, jf. skatteloven § 9-2.
Skatte-konsern	To selskaper som står i forhold til hverandre som konsern. I skattekonsern må andre skattekonsernselskaper eie mer enn 90 % av aksjene og inneha mer enn 90 % av stemmerettighetene i datterselskapet, jf. skatteloven § 10-4 første ledd annet punktum.
Stamaksje	Betegnelse på de opprinnelige aksjene dersom det blir foretatt en forhøyelse av aksjekapitalen. Eksempelvis kan dette skje gjennom en fondsemisjon hvor det blir utstedt fondsaksjer.
Upersonlig skattyter	«Norsk og utenlandsk selskap og innretning som er selvstendig skattesubjekt ...», jf. skattebetalingsloven § 4-1 første ledd bokstav a).
Utbytte	«[E]nhver utdeling som innebærer en vederlagsfri overføring av verdier fra selskap til aksjonær», jf. skatteloven § 10-11 annet ledd.
Årsskiftehandel	Med årsskiftehandel menes at skattyter kan velge å anskaffe en større andel aksjer like før årsskiftet for å bli tilordnet mer skjerming enn det skattyteren i realiteten hadde hatt krav på gjennom sin reelle aksjeportefølje.

2.2. Aksjonærmodellen

Aksjonærmodellen ble innført sammen med fritaksmetoden ved lov av 10. desember 2004 nr. 77. Aksjonærmodellen trådte i kraft fra og med inntektsåret 2006. Fritaksmetoden trådte i kraft fra og med 26. mars 2004. Innføringen av aksjonærmodellen var et forsøk på å konsolidere skattelovgivning som følge av utilsiktede skattetilpasninger av skattytere innenfor selskapssektoren (NOU 2003: 9 [Skaugeutvalget], s. 207). Det gamle RISK- og godtgjørelsessystemet (se Boks 1) ble erstattet av denne innføringen, som også var hensikten. Dette skyldtes i hovedsak to forhold. For det første påpekte Skaugeutvalget (s. 185) at «I 2003 er høyeste marginalskatt på lønnsinntekter 55,3 pst. eksklusive og 64,7 pst. inklusive arbeidsgiveravgift, mens kapitalinntekter skattlegges med 28 pst.» Dette var en utilsiktet virkning av det 'gamle' systemet, hvor Skaugeutvalget (s. 185) påpekte at:

Systemet motiverer til å la arbeidsinntekter framstå som kapitalinntekter, gjennom tilpasninger til eller omgåelser av delingsmodellen. ... Dette er et uheldig brudd med kravet til *horizontal likhet*, dvs. at personer med samme reelle inntekt bør skattlegges likt, uavhengig av inntektens kilde.

Det andre forholdet skyldtes at det forelå tvil om hvorvidt den gjeldende rett var i tråd med kravene som ble stilt av EØS-avtalen (Innst. O. nr. 10 (2004-2005), s. 17).

Boks 1 (Dahle, 2021)

Aksjonærmodellen avløste det gamle godtgjørelses- og RISK-systemet. Under godtgjørelsessystemet var mottatt aksjeutbytte skattepliktig inntekt for aksjonæren. Det ble regnet med i aksjonærens alminnelige inntekt og skattlagt med 28% som i mange år var skattesatsen for alminnelig inntekt. Men samtidig ble det gjort et fradrag i aksjonærens skatt på 28% av mottatt utbytte. Dermed ble den effektive utbyttebeskatning null. Dette fradraget ble kalt «godtgjørelse», og det skulle godtgjøre aksjonæren for at aksjeselskapet hadde delt ut utbyttet fra beskattede midler, slik at skatten allerede var betalt av selskapet. Den delen av selskapets skattlagte resultat som ikke ble utdelt som utbytte, ble tillagt selskapets egenkapital som skattlagt kapital. Den endring i tilbakeholdt skattlagt kapital som på denne måten fant sted i selskapet i løpet av aksjonærens eiertid, ble godskrevet aksjonæren ved gevinstberegningen ved realisasjon av aksjen. Det ble da foretatt en Regulering av aksjens Inngangsverdi med endring i selskapets Skattlagte Kapital (RISK). Enten selskapets resultat etter skatt ble delt ut eller tilbakeholdt, skulle aksjonæren uansett godskrives for den skatten som ble betalt gjennom skattleggingen av selskapets alminnelige inntekt i aksjonærens eiertid. Med faktisk nullbeskatning av utbytte og redusert gevinstbeskatning ved realisasjon av aksjen, var dette selvsagt en veldig gunstig modell for aksjonærene. Aksjonærmodellen var vesentlig mindre fordelaktig.

Aksjonærmodellen ga også grunnlag for å fjerne den såkalte delingsmodellen som rammet aksjonærer som arbeidet i et aksjeselskap som vedkommende alene eller sammen med andre aktive aksjonærer eide minst 2/3 av. Delingsmodellen innebar at disse aktive aksjonærene ble skattlagt for en beregnet personinntekt, som var et slags sjablongberegnet uttrykk for at de gjennom sitt arbeid skapte en arbeidsinntekt i selskapet. Delingsmodellen gjaldt også for aktive eiere av enkeltpersonforetak og av ansvarlige selskaper o.l. Hensikten var at disse eierne som arbeidet i en virksomhet som de selv eide minst 2/3 av – alene eller sammen med andre aktive eiere – skulle få en beskatning som var omtrent på nivå med beskatningen av lønsmottakere.

Aksjonærmodellen skulle sørge for det samme: At den store forskjellen mellom skattenivå for kapitalinntekter og arbeidsinntekter stort sett skulle forsvinne. Dermed kunne også delingsmodellen oppheves.

2.2.1. Opprinnelse

NOU 2003: 9 – Skatteutvalget

I NOU 2003: 9 (s. 185) ble det påpekt at aktive aksjonærer kunne unngå betydelige summer i skatt ved å tilpasse seg eller unngå hensikten med delingsmodellen. Aktive aksjonærer kunne på denne måten få arbeidsinntekt skattlagt som kapitalinntekt, og slik sett unnlate seg skattekostnader på 36,7 % (64,7 % – 28 %). Utvalget ønsket å innføre en økt beskatning av kapitalinntekter som kom fra næringsvirksomhet, slik at effektiv skattesats skiller seg mindre fra beskatning av arbeidsinntekt, såkalt «horizontal likhet» (NOU 2003: 9, s. 185). Skatteutvalget fremmet flere mulige løsninger, men argumenterte for aksjonærmodellen. En viktig del av endringen i regelverket var etterlevelsen av EØS-avtalens krav.

Hensikten med aksjonærmodellen var å ilegge økt skatt på kapitalinntekter fra næringsvirksomhet med fradrag for skjerming (NOU 2003: 9, s. 195). Skjermingsfradraget skulle etter utvalgets mening være en tilnærmet risikofri rente, som betegnes som alternativavkastningen (NOU 2003: 9, s. 195). Hensikten med en slik skattlegging var at skattesystemet ikke skulle påvirke investorers holdninger til investeringsobjekter. Dette var et nøytralitetshensyn som har blitt lagt til grunn for utformingen av det norske skattesystemet siden skattereformen i 1992 (Innst. 273 S (2015-2016), s. 11). Med andre ord skulle skattesystemet normalt ikke påvirke næringslivets beslutninger.

Generelt ble det vurdert to former for beskatning. Den ene modellen tok sikte på å skattlegge selskapet direkte på opptjeningstidspunktet, en såkalt kildemodell (NOU 2003: 9, s. 196). Alternativet var en uttaksmodell, hvor utbytte eller gevinst fra investeringer ble skattlagt når de ble overført fra selskap til aksjonær. Utvalget konkluderte med at kildemodellen ikke var å anbefale fordi det ville øke det gjennomsnittlige skattenivået på selskaper, noe som kunne føre til færre nyetableringer, spesielt i et samfunn som får stadig færre hindringer når det kommer til å flytte kapital over landegrenser.

Skjermingsbegrepet ble også diskutert her. Skjermingsrenten burde etter utvalgets mening være en risikofri rente etter skatt, som ville sikre at investorer ikke fikk incentiver til å investere i mer risikable selskaper fremfor mer stabile (NOU 2003: 9, s. 199 – 200). Sammen med denne formen for beskatning anbefalte utvalget at det ble opprettet et sentralt aksjonærregister for registrering av den enkelte aksjes kostpris og beregning av skjermingsfradraget for hvert år for hver aksje (NOU 2003: 9, s. 224). Hensikten med denne behandlingen var at skjerming ble tilordnet aksjonæren for hvert investeringsobjekt, likevel slik at ubenyttet skjerming på en realisert aksje ble overført til et fond som aksjonæren kunne benytte til å redusere skattepliktig inntekt fra andre investeringer omfattet av aksjonærmodellen. Utvalget påpekte at denne typen skattlegging bare ville være nøytral dersom skjermingsfradraget kunne utnyttes (NOU 2003: 9, s. 214). Skjermingsrenten ble her foreslått til renten på femårige statsobligasjoner (NOU 2003: 9, s. 216).

Utvalget presiserte at en løsning som erstattet det da-gjeldende RISK- og godtgjørelsessystemet måtte være i samsvar med et prinsipp om investeringsnøytralitet (NOU 2003: 9, s. 211). Dette kunne oppnås dersom skattlegging av utbytter virket nøytralt overfor selskapets investeringsbeslutninger. Følgelig kunne ikke beskatningen av utbytte påvirke avkastningskravet før skatt. Dette er et viktig poeng som hang sammen med en tanke om at skattesystemet ikke skulle forårsake vridninger i markedene, men heller være til gunst for næringsvirksomhet. Dersom skattleggingen påvirket avkastningskravet før skatt, ville dette føre til at prosjekter (og bedrifter generelt) ikke fikk nødvendig kapital til å operere. Kapitalen ville da blitt flyttet til andre, ofte mindre lønnsomme prosjekter, herunder at kapitalen kunne blitt flyttet utenlands (Bøhren og Gjærum, 2016, s. 208 – 211).

St.meld. nr. 29 (2003-2004) Om skattereform

Med utgangspunkt i Skaugeutvalgets utredning fremla Bondevik II-regjeringen ved finansminister Per-Kristian Foss St.meld. nr. 29 (2003-2004) *Om skattereform*. I meldingen ble det fremhevet at et viktig poeng med endringen av skattesystemet var forenklinger og endringer av skattegrunnlaget (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 18 – 19). Herunder var det av betydelig interesse at skattegrunnlaget skulle være så bredt og nøytralt som mulig, og at skattleggingen ikke skulle avgjøres av den enkelte skattyters tilpasningsmuligheter.

Om næringsbeskatningen presiserte Finansdepartementet innledningsvis at to hensyn, slik de var fremmet i Skaugeutvalget, var særlig viktige i Norge: Bidraget til offentlige skatteinntekter, og å sikre en mest mulig effektiv ressursbruk (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 49). Departementet presiserer sin vurdering av modellen nokså indirekte ved å uttrykke at «Fordelingspolitiske mål bør en ta sikte på å oppnå gjennom den direkte beskatningen av eierne» (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 50).

Om aksjonærmodellen stilte Finansdepartementet og Regjeringen seg hovedsakelig positivt. Det ble påpekt at det ville være nødvendig å begrense mulighetene til fremføring av ubenyttet skjerming etter realisasjon av aksjen (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 81). Departementet konkluderer med «at departementet ikke vil åpne for fremføring eller samordning av ubenyttet skjermingsfradrag etter realisasjon av aksjen.» (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 89). I St.meld. nr. 29 (2003-2004) (s. 85) foreslår departementet, som følge av muligheter for årsskiftehandler, «at fremføringsadgangen for ubenyttet skjermingsfradrag begrenses til den enkelte aksje. Dersom skjermingsfradraget overstiger gevinsten ved salg av aksjen, vil det ubenyttede skjermingsfradraget bortfalle.»

Når det kommer til skjermingsrenten, poengterte departementet at en risikopremie som del av denne ville føre til at aksjonærer fikk fradrag for risiko to ganger (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 87 – 88). En skjermingsrente i aksjonærmodellen ville føre til at investorer ble fritatt for skatt på en andel av avkastningen. Dersom vi forutsetter en rasjonell investor, ville denne forutse de kostnader og inntekter som følger av en investering, herunder skattekostnaden. Avkastningskravet investoren hadde satt seg ville følgelig være justert for den skatten investoren måtte tåle. Dersom skjermingsrenten hadde inkludert en risikopremie ville investoren bli ytterligere beskyttet mot skattlegging, hvilket ikke syntes å være i tråd med det grunnleggende skatteprinsippet om brede skattegrunnlag og lave skattesatser.

Departementet argumenterte ytterligere ved å påpeke at Staten ville måtte bære en del av risikoen på investorens investeringer. En skattefri inntekt for aksjonæren er et provenytap for statskassen. Staten skulle i prinsippet hatt sin andel av investeringens fortjeneste, pålydende skattesatsen av fortjenesten. Ved å innrømme et fritt beløp til investoren, må staten tåle tap i sine inntekter. Følgelig måtte det være rimelig å konkludere med at en slik tilpasning av skattesystemet ville være et incentiv for private

investorer å påta seg mer risiko. Dette med sikte på å oppnå større avkastning, som statskassen ville forvente å motta sin del av gjennom provenyinntektene knyttet til avkastning som overstiger fribeløpet.

Fremføringsadgangen for ubenyttet skjerming med rentejustering ble også kommentert. Problemet med en slik fremføringsadgang og rentesrenteeffekt var at det ikke sto i stil med de øvrige bestemmelsene i skatteloven. Departementet syntes derfor å være noe skeptisk til løsningen, og avsluttet med å presisere at «Departementet vil vurdere nærmere hvordan skjermingsrenten skal fastsettes» (St.meld. nr. 29 (2003-2004) s. 88).

Departementet kommenterte så årsskiftehandler. Det ble poengtert at dersom det forelå mulighet til å benytte skjerming fra én aksje på andre aksjer, kunne dette føre til betydelig handel rundt årsskiftet. Investorer ville da foretrekke å eie en så stor andel som mulig av aksjene de kunne på tidspunktet for tilordning av skjerming, som følgelig kunne benyttes til å dekke gevinster fra andre aksjer i det nye året. Et subsidiært problem var naturligvis at en slik tilpasning kunne føre til fiktive priser på investeringsobjekter i samme periode som 'hamstringen' foregikk. Departementet argumenterte med at denne effekten ville være minimal. Likevel mente departementet at man kunne forhindre slike uønskede tilpasninger ved å unnlate «å åpne for fremføring eller samordning av ubenyttet skjermingsfradrag etter realisasjon av aksjen» (St.meld.nr.29 (2003-2004), s. 81). Følgelig ble det presisert at det måtte «årlig beregnes et skjermingsgrunnlag for den enkelte aksje. Videre måtte det føres konto for akkumulert ubenyttet skjermingsgrunnlag knyttet til den enkelte aksje» (St.meld. nr. 29 (2003-2004), s. 92).

Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) Skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer

Departementet uttrykte i Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) (s. 136) at et grunnleggende prinsipp i skattesystemet var at det ikke skulle vri investeringer og finansieringsstrukturen i private selskaper. Videre var det konkludert med at grunnfondsbevis ikke har behov for en ekstra skjerming under aksjonærmodellen (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 33 – 36). Dette ble begrunnet med at grunnfondsbevis fremsto som egenkapitalinstrument med egenskaper av lignende art som aksjer. På samme måte som aksjer, hadde grunnfondsbevis tilsvarende rettigheter og plikter. Grunnfondsbevis var følgelig som aksjer i sparebanker. Fra 19. desember 2017 ble uttrykket «grunnfondsbevis» endret til «egenkapitalbevis» i skatteloven. Dersom sparebanken går med overskudd, kan dette holdes tilbake, eller utbetales som utbytte til egenkapitalbeviserne. Dersom sparebanken må avvikle sin virksomhet, er kreditorer prioritert foran egenkapitalbeviserne. Dermed foreligger det en betydelig likhet mellom de to formene for finansielle formuesgjenstander. Mer presist uttrykte departementet at «Ut fra den selskapsrettslige behandlingen av grunnfondsbevis, er det etter departementets vurdering mest nærliggende å anse dem som

egenkapitalinstrument, noe som taler for å behandle grunnfondsbeviskapital som egenkapital også skattemessig» (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) s. 34).

Departementet har også vurdert problemstillinger knyttet til skjerming (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 38 – 40). Departementet påpekte at det i forarbeidene til skatteloven, når det kom til beregning av gevinst og tap på aksjer, var presisert at kostnader som hadde gått med til å anskaffe seg aksjeinntekter skulle regnes som en del av inngangsverdien på aksjen. Følgelig var dette fradragsberettigede kostnader på realisasjonstidspunktet. Departementet la derfor til grunn at tilknytningen mellom verdien av aksjen og den kostnaden aksjonæren måtte pådra seg for å anskaffe aksjen var så nær at denne kostnaden skulle inngå i skjermingsgrunnlaget. Dersom det skulle oppstå endringer i aksjonærens eiertid, eksempelvis i form av fusjoner, fisjoner, splitter og spleiser, skulle inngangsverdien omfordeles tilsvarende. Herunder skulle ubenyttet skjermingsfradrag omfordeles på en tilsvarende måte.

Skjermingsrenten har vært mye diskutert i de tidligere forarbeidene. Departementet påpekte at bare dersom hele skjermingsfradraget ble benyttet, var aksjonærmodellen fullt ut symmetrisk. Følgelig var det viktig at ubenyttet skjerming hadde fremføringsadgang. Fordi dette ble lagt til grunn, presiserte departementet at et risikotillegg ikke var aktuelt å gi skattyter. Dette hang sammen med at staten er en passiv deltaker i investeringen, og at et risikotillegg ville føre til at aksjonæren overkompenseres på statens bekostning (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 38). Avslutningsvis konkluderte departementet med at «Beregningsmetoden for fastsettelse av skjermingsrenten bør fastsettes i forskrift» (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 39). Dette kan ha ulike grunner, men spesielt viktig var gjerne behovet for en mer effektiv tilpasning enn det en lovtekst ville hatt, spesielt med tanke på at dette var en helt ny modell som skulle innføres.

Ved bruk av modellen fastsatte departementet at «Skjermingen skal skje separat for hver enkelt aksje» og at «Den beregnede skjermingen kan kun fradras i utbytte og gevinster på samme aksje» (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 39). Departementet presiserte derfor uttrykkelig at det ikke skulle være en adgang for å benytte skjerming fra én investering på en annen investering og at skjerming fra aksjer i samme selskap ikke kunne benyttes for skattetilpasningsformål.

Innst. O. nr. 10 (2004-2005) Innstilling fra finanskomiteen om skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer

Om aksjonærmodellen fastslo flertallet at innføringen av modellen ville føre til en mer rettferdig beskatning (Innst. O. nr. 10 (2004-2005), s. 17). Et mindretall påpekte at aksjonærmodellen kunne ha en utilsiktet virkning ved at særlig rike individer kunne oppnå en helt skattefri inntekt som ville dekke deres økonomiske minstekrav. Anvendelsesområdet ble av flertallet akseptert (Innst. O. nr. 10 (2004-2005), s. 22). Noen medlemmer henviste til budsjettinnstillingen B.innst.S. nr. 1 (2004-2005), jf.

nedenfor. Problematikken rundt skjerming, og herunder skjermingsgrunnlaget og -renten, ble akseptert av flertallet med de korrigeringer som ble gitt i retdebrev fra finansministeren av 5. november 2004 (Innst. O. nr. 10 (2004-2005), s. 25).

B.innst.S. nr. 1 (2004-2005)

I budsjettinnstillingen fremkom det noen sprikende meninger. Noen medlemmer presiserte et behov for et påslag i skjermingsrenten for grunnfondsbevis. Dette var foreslått å være to prosentpoeng. Det ble likevel ikke fremmet betydelige innvendinger mot innføringen av aksjonærmodellen. Noen medlemmer presiserte at aksjonærmodellen i kombinasjon med fritaksmetoden vil føre til betydelige muligheter for skattetilpasninger. Dette kommenteres i kapittelet om fritaksmetoden.

2.2.2. Endringer etter ikrafttredelse

Siden innføringen av aksjonærmodellen i 2006 har visse viktige endringer blitt innført. Ved endringslov L14.12.2007 nr. 107 med virkning for inntektsåret 2008 ble det fastsatt at skjermingsfradraget gis i fastsatt alminnelig inntekt. Årsaken til endringen er at personer med lav alminnelig inntekt gis særfradrag grunnet lav skatteevne. Et problem kunne oppstå der en person som lever på aksjeinntekter har en solid inntekt, men en lav fastsatt alminnelig inntekt. Det var ikke skattesystemets mening å yte ytterligere fradrag til slike skatteyttere. Med denne endringen ble det også bestemt at skjermingsfradraget ikke kan overstige den aktuelle vinningen. Konsekvensen av denne endringen er derfor at det ikke kan oppstå en negativt beregnet alminnelig inntekt knyttet til aksjegevinster.

Med virkning for inntektsåret 2016, ved lovendring L18.12.2015 nr. 115, ble det gjort en viktig endring. I § 10-11 første ledd annet punktum, og i § 10-31 første ledd fjerde punktum, ble det fastsatt at det skulle foretas en oppjustering av skattepliktig inntekt etter fradrag for skjerming i fastsatt alminnelig inntekt. Oppjusteringsfaktoren ble satt til 1,15. Videre ble det innført symmetri i § 10-31 annet ledd hvor fradrag for tap ved realisasjon oppjusteres med 1,15. Etter dette er oppjusteringsfaktoren blitt endret som vist i Tabell 1.

Endringslov	Oppjusteringsfaktor	Med virkning for inntektsåret
L20.12.2016 nr. 111	1,24	2017
L19.12.2017 nr. 121	1,33	2018
L20.12.2018 nr. 102	1,44	2019

Tabell 1: Endringer i oppjusteringsfaktor.

2.3. Skjerming

Reguleringen for skjerming er fastsatt i skatteloven § 10-12. Skjerming er et beløp som kan mottas skattefritt for personlig skattyter. Skjermingen følger den enkelte aksje, såkalt «aksje for aksje», og fastsettes som produktet av en skjermingsrente og et skjermingsgrunnlag. Generelt gjelder derfor

Formel 1. Formel 1 fastsetter at tilordnet skjerming (S) er lik produktet av skjermingsgrunnlaget (G) og skjermingsrenten (r_s). I det følgende gjennomgås skjermingsgrunnlaget og skjermingsrenten.

$$S = G * r_s$$

Formel 1: Beregning av skjerming.

2.3.1. Skjermingsgrunnlaget

Skjermingsgrunnlaget er bestemt å være aksjens inngangsverdi i henhold til skatteloven § 10-32 annet ledd. Det er fastsatt at inngangsverdien er anskaffelseskost for aksjen, det vil si det aksjonæren måtte yte for å oppnå rettigheten. I forarbeidene er det presisert at eventuelle tillegg til aksjekursen skal ha en nær tilknytning til anskaffelsen (Ot.prp.nr. 1 (2005-2006), s. 62). I lovteksten er slike tillegg presisert til «eventuelle kostnader som skattyter har hatt til mekler eller lignende ved anskaffelse av aksjen», jf. skatteloven § 10-32 annet ledd.

2.3.2. Skjermingsrenten

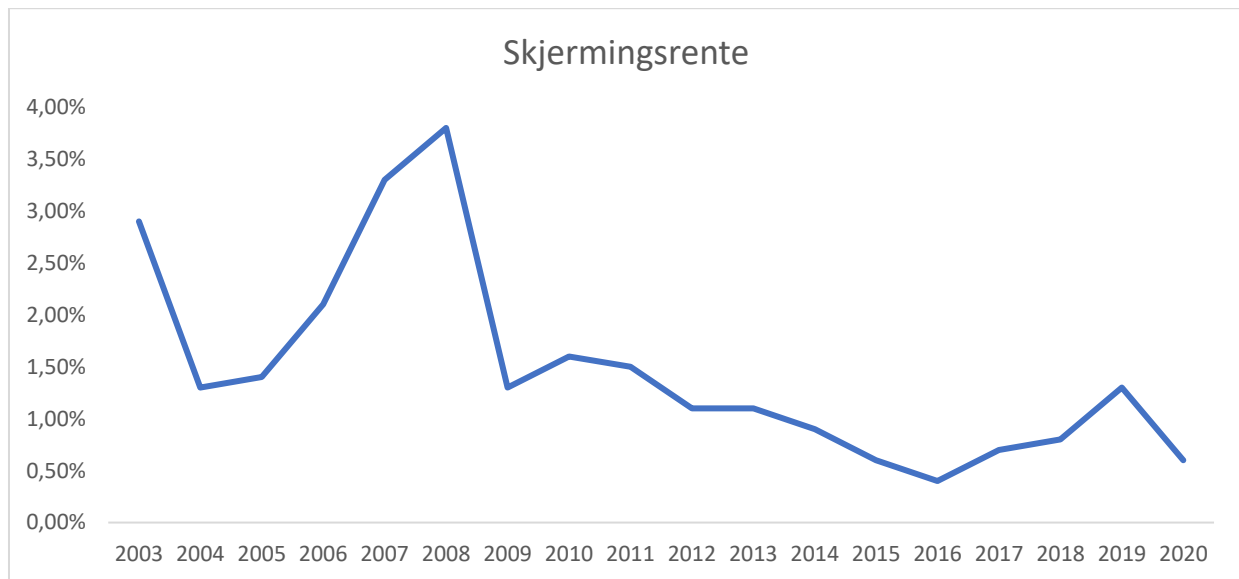
Skjermingsrenten har benyttet samme generelle fremgangsmåte siden innføringen. Den beregnes med utgangspunkt i årets gjennomsnittlig observerte rente – på innføringstidspunktet renten til femårige statsobligasjoner – som så nedjusteres med gjeldende skattesats og avrundes til nærmeste tiendedels prosentpoeng. Forskriftsbestemmelsen ble endret ved forskrifter 14. desember 2005 nr. 1463, med virkning for inntektsåret 2006. Denne endringen inntreffer derfor før den opprinnelige bestemmelsen ble benyttet i praksis. Den gjennomsnittlige renten skal beregnes med utgangspunkt i observert rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid, slik den publiseres av Norges Bank.

Ved forskriftsendring av 31. mai 2017 nr. 673 ble første ledd omformulert. Beregningsgrunnlaget er fremdeles gjennomsnittlig observert rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid, slik den publiseres av Norges Bank, men nå med et tillegg på 0,5 prosentpoeng. Renten skal videre nedjusteres med «skattesatsen på alminnelig inntekt» og avrundes som før.

Et sentralt poeng i forarbeidene var at skjermingsrenten skal reflektere en risikofri avkastning. Det ble videre argumentert med at avkastningen på langsiktige statsobligasjoner vil inneha et visst risikoelement, som fører til at denne renten ikke er representativ for det formål skjermingsrenten skal ha. Renten på statskasseveksler er sannsynligvis mer i tråd med en risikofri kapitalplassering enn det statsobligasjonsrenten tilsier. Menon Economics og THEMA Consulting Group (2019) poengterer at ingen av disse alternativene er spesielt gunstige som mål på en risikofri rente.

I oppgaven benyttes det caser som ser på utviklingen i børsmarkedet for utvalgte selskaper i perioden 2004 – 2019. Skjermingsrenten har i denne perioden utviklet seg som vist i Figur 1. Merk at skjermingsrenten for årene 2003 – 2005 er beregnet, og ikke fastsatt. Det er ansett som viktig for analysen å ha en skjermingsrente å benytte i perioden før innføringen av aksjonærmodellen. Derfor er det

beregnet en skjermingsrente etter forskriftsbestemmelsen for inntektsårene 2003 – 2005. Forskriftsbestemmelsen som ble lagt til grunn er den formuleringen som var gjeldende i 2006 – 2016, det vil si uten et tillegg på 0,5 prosentpoeng.



Figur 1: Utvikling av skjermingsrente 2003 – 2020.

2.4. Fritaksmetoden

Innføringen av aksjonærmodellen tilsa at utbytte og gevinster på aksjer skulle skattlegges med 48,16 % (NOU 2003: 9, s. 208). Denne skattleggingen skulle først skje på selskapets hånd med 28 % skatt, deretter med 28 % av 72 % ved overføring til aksjonæren fra selskapet. Skaugeutvalget viste til at denne behandlingen ville føre til at selskaper som investerte i andre selskaper, eksempelvis fordi selskapene har inngått i en konsernstruktur, fikk en betydelig ulempe. Utvalget uttrykte derfor at «Så lenge aksjegevinster kun omallokeres innenfor næringslivet, tilsier uttaksprinsippet for aksjeinntektsbeskatningen at det ikke bør utløses beskatning.» (Skaugeutvalget, s. 218). Dette problemet ble omtalt som kjedebeskatning. Denne kjedebeskatningen var uønsket, og fritaksmetoden ble innført for å hindre dette. Effekten av fritaksmetoden var at selskapene ikke skattet for mottatt utbytte. Problemstillingen kan illustreres ved hjelp av Figur 2.

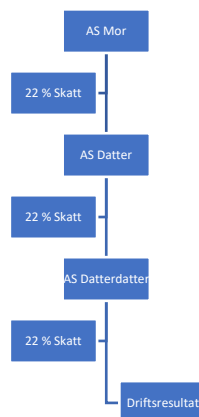
Figur 2 forsøker å illustrere skattleggingen av en konsernstruktur uten fritaksmetoden. AS Mor eier AS Datter fullt ut. Videre eier AS Datter selskapet AS Datterdatter fullt ut. Indirekte eier derfor AS Mor selskapet AS Datterdatter. Driftsresultatet til AS Datterdatter skattlegges nå med 22 % skatt, gjeldende skattesats på alminnelig inntekt for selskaper. De resterende 78 % av resultatet kan holdes tilbake i selskapet, eller utdeles som utbytte. Dersom dette utdeles til morselskapet, AS Datter, inngår utbyttet som alminnelig inntekt for AS Datter, og må skattlegges med 22 % igjen. Følgelig mottar AS Datter

60,84 % (78 % * 78 %) av det opprinnelige resultatet. Dersom AS Datter nå skulle utdelt dette til sitt morselskap, AS Mor, må det igjen beskattes som alminnelig inntekt på AS Mor sin hånd. AS Mor mottar derfor ca. 47,46 % (60,84 % * 78 %) av det opprinnelige resultatet. Dette illustrerer at en slik kjedebe-
skatning fører til at hvert ledd i konsernstrukturen medfører en lavere utdeling.

Dersom AS Mor nå skulle utdelt det mottatte utbyttet, på 47,46 % av opprinnelig utbytte i AS Datter-
datter, må aksjonæren skatte av dette som alminnelig inntekt med oppjustering. Dersom vi forutsetter
at aksjonæren ikke har skjerming, kommer vi frem til at en personlig aksjonær mottar ca. 32,4 % av det
opprinnelige resultatet til AS Datterdatter, se Formel 2.

$$47,46 \% * (1 - 22 \% * 1,44) = 47,46 \% * 68,32 \% \approx 32,4 \%$$

Formel 2: Mottatt andel av overskudd for aksjonær i konsernspiss fra selskap som tredje ledd i konsernstruktur uten bruk av fritaksmetoden.



Figur 2: Illustrasjon av konsernstruktur.

Problemet med denne behandlingen er at konsernstrukturer vil være svært ugunstige, og at innfø-
ringen av et slikt skattesystem ville ført til betydelige endringer i konsernsammensetninger. Et poeng i
norsk skatterett er at skattereglene ikke skal være til hinder for næringslivet. Denne typen skattlegging
er derfor ikke ønskelig, og ville vært i strid mot uttaksprinsippet (NOU 2003: 9, s. 218).

I St.meld. nr. 29 (2003-2004) (s. 105 – 106) foreslo Regjeringen

... at selskapsaksjonærer i hovedregelen skal fritas for beskatning av utbytte og gevinst på ak-
sjer, samtidig som fradragsretten for tilsvarende aksjetap bortfaller (fritaksmetoden). For øvrig
vil selskaper være løpende skattepliktig for sine inntekter som i dag. Skattefritak for selskapers
aksjeinntekter harmonerer med det uttaksprinsipp som ligger til grunn for aksjonærmodellen,
og som medfører at aksjeinntekter som overstiger risikofri avkastning, beskattes når de tas ut
av selskapssektoren.

Det er et mål at selskapsbeskatningen utformes slik at ressursene kanaliseres dit de kaster mest av seg, og at beskatningen ikke skal medføre innelåsing av kapital eller påvirke organisasjonsstrukturene. Det betyr blant annet at en bør unngå at aksjeinntekter blir beskattet flere ganger i eierkjede med flere norske selskaper (kjedebeskatning). Kjedebeskatning kan gi incentiver til omorganisering, og kan dessuten svekke kapitalmobiliteten i selskapssektoren.

Komiteen i Innst. S. nr. 232 (2003-2004) (s. 55 – 57) stilte seg positive til innføringen av fritaksmetoden. Fremskrittspartiet og Kystpartiet så en problemstilling der personlige aksjonærer vil falle i en ugunstig situasjon. Ved innføringen av aksjonærmodellen og fritaksmetoden ble aksjonærer som investerer gjennom et selskap bedre stilt fordi de ikke måtte skatte av mottatt utbytte, men kunne reinvestere dette med skatteutsettelse på det mottatte utbyttet og på realiserte gevinster. Dette er en problemstilling som siden har fått mye oppmerksomhet, og følgelig førte til innføring av aksjesparekontoordningen.

Departementet foreslo i Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) (s. 59 – 60) at fritaksmetoden som hovedregel skulle være gjeldende for inntekt på porteføljeinvesteringer. Departementet påpekte at investeringer kunne gjøres direkte eller indirekte. En aksjonær kunne eie en post direkte og slikt sett utøve aktivt eierskap. Alternativt kunne investoren foreta en indirekte investering, hvor investoren «ikke har til hensikt å utøve aktivt eierskap» (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 59). Dette ble av departementet omtalt som «porteføljeinvesteringer», som eksempelvis kunne oppnås ved bruk av et holdingselskap. Departementet foreslo at fritaksmetoden skulle være gjeldende for denne typen tilpasninger, med symmetri slik at tap ikke var fradragsberettiget.

Dermed foreslo Departementet at fritaksmetoden ble innført i ny § 2-38 i skatteloven (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 61). Skattesubjektene og inntektstypene som ble omfattet av ordningen skulle etter departementets mening være «positivt og uttømmende angitt».

Kostnader med tilknytning til aksjen ble omtalt i Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) (s. 62). Etter da-gjeldende rett skulle noen kostnader aktiveres som en del av inngangsverdien på aksjer. Disse kostnadene kom til fradrag ved fastsettelse av inntekt ved realisasjon. Skatteloven § 10-32 annet ledd annet punktum fastsatte på dette tidspunkt at «Anskaffelsesverdien settes til det beløp skattyter har betalt for aksjen dersom ikke annet er bestemt.» Daværende § 10-33 fastsatte at skattyter kunne føre direkte kostnader til fradrag ved fastsettelse av inntekt når aksjen ble realisert. Disse bestemmelsene var derfor i samsvar med gjeldende skattelov § 10-32 annet ledd. Departementet konkluderte med at innføringen av fritaksmetoden måtte føre til at disse kostnadene som i utgangspunktet skulle blitt aktiverte, og ført til fradrag ved realisasjon av aksjen, ikke kunne gjelde innenfor selskapssektoren. Følgelig ble det fastsatt

at «Bortfallet av fradragsretten er en tilsiktet virkning av fritaksmetoden» (Ot.prp. nr. 1 (2004-2005), s. 62).

Fremskrittspartiet hadde noen innvendinger i B.innst.S. nr. 1 (2004-2005). For det første ble det påpekt at de «allerede bemidlede» ville få en fordel gjennom innføringen. Aksjeinntekter ville være skattefrie i selskapssektoren. Drift av selskaper ville medføre kostnader, om ikke annet enn til registrering, løpende regnskapsføring og utarbeidelse av årsregnskap og skatteoppgjør. Fremskrittspartiet påpekte derfor (B.innst.S. nr. 1 (2004-2005) s. 20):

... tilpasningsmuligheten for personlige aksjonærer [ved] å gjøre sine investeringer gjennom et holdingselskap. Så lenge man gjennom holdingselskapet reinvesterer gevinstene kan man akkumulere formue i holdingselskapet, og kun ta ut skattefritt utbytte. For småsparere er en slik tilpasning selvsagt en ressurskrevende løsning, og dette blir et fortrinn for de allerede bemidlede.

Dette var et relevant og viktig poeng. Skaugeutvalget anmodet om en skjermingsrente på 5 %. Grunnlaget for skjermingen er anskaffelseskost for aksjene, det vil si aksjekapitalen i holdingselskapet. En familie med betydelig kapital kunne dermed etablert et investeringselskap, eksempelvis med kr. 200 millioner i aksjekapital. Dette ville gitt opphav til årlig skjerming på kr. 10 millioner. Dersom investeringene hadde medført 10 % årlig avkastning ville det blitt gitt anledning til å både øke formuen, og å finansiere en lukrativ livsstil. Årlig avkastning er kr. 20 millioner, hvorav 10 millioner deles ut til aksjonærene skattefritt. Dette medfører at kapitalen i selskapet er kr. 210 millioner, som gir en avkastning på kr. 21 millioner det påfølgende året. Denne veksten er vedvarende og eksponentiell.

Sosialistisk Venstreparti påpekte at aksjer i ikke-børsnoterte aksjeselskaper i størst grad var eid av Norges aller rikeste (B.innst.S. nr. 1 (2004-2005), s. 28). Følgelig var innvendingene til Fremskrittspartiet og Sosialistisk Venstreparti sammenfallende, og illustrerte en mulig problemstilling med skjevfordeling av skattlegging.

Disse innvendingene har vist seg å ikke være ubegrunnede. Alstadsæter, Kopczuk og Telle (2013) fant at utbytteutbetalingene økte i forkant av aksjonærmodellen og fritaksmetoden, mens den ble redusert i ettertid. De påpekte også at private aksjeselskaper hadde opplevd en økning i finansielle anleggsmidler og andre varige driftsmidler. Dette kunne skyldes en substitusjon av henholdsvis privat sparing og privat konsum.

Til tross for disse innvendinger, ble fritaksmetoden innført ved L10.12.2004 nr. 77 med virkning utbytte som ble innvunnet fra og med inntektsåret 2004 og gevinster og tap som var realisert fra og med 26. mars 2004. Det ble da fastslått at fritaksmetoden var gjeldende for en rekke selskapsformer, herunder aksjeselskaper. Fritaket var gjeldende for gevinster og tap ved realisasjon eller uttak av eiendel, samt

gevinst og tap tilhørende slike finansielle instrumenter med aksjer og likestilte andelsposter som underliggende objekt.

Ved lovendring L12.12.2008 nr. 99 med virkning fra og med 7. oktober 2008 ble tre-prosentregelen innført. Det er nå fastsatt at for alle selskaper som er omfattet av skattefritaket, med unntak av «utenlandske selskaper mv. som tilsvarer selskaper mv. som omfattes av dette ledd», skal tre prosent av utbytteinntekter anses som skattepliktig inntekt, jf. skatteloven § 2-38 sjette ledd bokstav a.

Begrunnelsen for innføring av treprosentregelen er den skattemessige symmetrien som skal foreligge mellom skattepliktig inntekt og skattemessig fradragsberettigede tap og kostnader. Fritaksmetoden fører til at både gevinst og utbytte fra aksjeinvesteringer ikke er skattepliktig inntekt for selskapsaksjonærer. Følgelig kan ikke tap være fradragsberettiget. Et problem med denne behandlingen er at en del selskaper likevel vil få fradrag ved skattefastsettelse av visse kostnader som knytter seg til skattefrie aksjeinntekter (Innst. 4 L (2011-2012), s. 15). Dette kan eksempelvis være lønnskostnaden til økonomisjefen som bruker en andel av sin tid på å forvalte selskapets likviditetsreserve i markedene. Komiteen i Innst. O. nr. 10 (2004-2005) (s. 37 – 39) poengterte denne problemstillingen, og viste til at det vil være vanskelig å foreta en nøyaktig avgrensning.

Treprosentregelen ble innført med utelukkende anvendelse på utbytteinntekter. Skattekonserner må likevel ikke skattemessig inntektsføre 3 % av mottatt utbytteinntekt fordi slike konstruksjoner kunne unngått endringen ved å yte konsernbidrag heller enn å utdele et utbytte (Innst. 4 L (2011-2012), s. 15). Det ble derfor gjort en endring i loven som førte til at når mottakende selskap inngår i skattekonsern med utdelende selskap, skal det ikke yte noe skatt av mottatte utbytteinntekter, jf. skatteloven § 2-38 sjette ledd bokstav c (L09.12.2011 nr. 52).

2.4.1. Relevant gjeldende rett

Fritaksmetoden er relevant for selskapsaksjonærer. I prinsippet fører fritaksmetoden til at selskapsaksjonærer unngår kjedebeskatning. Det er likevel to kompliserende momenter, som kan illustreres ved hjelp av følgende figur:



Figur 3: Vinnings- og utbyttebeskatning for selskapsaksjonær.

Figuren over illustrerer for det første at kursgevinster er unntatt for skatteplikt når aksjonæren er et selskap, såkalte selskapsaksjonærer. I tråd med symmetriprinsippet medfører dette at tap ikke er fradragsberettiget. Utbytter er, slik det fremkommer i figuren, noe mer komplisert. Det må avklares mot-takende og utdelende selskap inngår i et skattekonsern. Dersom selskapene inngår i et skattekonsern, er utbyttet i sin helhet fritatt for skatteplikt. Dersom de to selskapene ikke inngår i et skattekonsern, er tre prosent av utbyttet skattepliktig inntekt for selskapsaksjonæren. Dette fører til at det er en viss form for dobbeltbeskatning – eller kjedebeskatning – og den effektive skattesatsen må justeres for dette.

Den effektive skattesatsen for utbytte som utdeles til en selskapsaksjonær er ca. 22,52 % $(1 - (1 - 22\%) * (1 - 3\% * 22\%))$. Denne skattleggingen henger sammen med at det utdelende selskapet har en inntekt på 100 %. Deretter må det yte skatt av sin inntekt. Dette fører til at 78 % av selskapets inntekt kan utdeles til aksjonærene, herunder selskapsaksjonærer. Av denne utdelingen er tre prosent av mottatt utbytte skattepliktig inntekt for selskapsaksjonærer, som det skal ytes 22 % skatt av. Denne delen av skattleggingen er 0,66 % $(22\% * 3\%)$. Det vises et gjennomgående eksempel av dette i delkapittel 2.6.

2.5. Aksjesparekonto

2.5.1. Generelt om ordningen

Aksjesparekontoen (ASK) ble med virkning fra 1. september 2017 innført som en ny og enkel måte for privatpersoner å spare gjennom investeringer uten å gå veien om å danne et investeringsselskap.

Ordningen innebærer at personlige skatteyttere har en konto hvor man kan kjøpe og selge børsnoterte aksjer og aksjefondsandeler skattefritt (Skatteetaten, 2021). Beskatning for gevinster og for eventuelt utbytte slår først inn i det man foretar et uttak fra kontoen ut over det innskutte beløpet. Det overskytende beløpet blir medregnet i alminnelig inntekt med eventuelt fradrag for skjerming. Fradrag for tap gis ikke før ved opphør av aksjesparekontoen.

Aksjesparekontoen har noen tydelige forskjeller fra den tradisjonelle fondskontoen og aksjeinvesteringer gjennom en VPS-konto (verdipapirkonto). Når det gjelder aksjeinvesteringer må aksjene være børsnoterte og hjemmehørende i EØS, noe som setter begrensinger på investeringsmulighetene, jf. skatteloven § 10-21 annet ledd første punktum. Hvis aksjesparekontoen benyttes til fondssparing må aksjefondene ha en aksjeandel på minimum 80 % beregnet ved inntektsårets begynnelse, samtidig som at fondet er hjemmehørende i EØS, jf. skatteloven § 10-21 annet ledd annet punktum.

2.5.2. Utforming

Med tanke på selve utformingen av ordningen, vil det opprettes tre underkontoer når man oppretter selve aksjesparekontoen hos en av de mange tilbyderne. Disse tre kontoene er henholdsvis en ASK-bankkonto, ASK underkonto for fond, og ASK underkonto for aksjer. På bankkontoen har man selve kontantbeholdningen, som blir sett på som en slags «mellomstasjon» for midler som skal investeres videre. Her havner innskudd på aksjesparekontoen, utbytte som kontoen mottar og midler fra salg av aksjer eller aksjefond. På denne bankkontoen oppnår man imidlertid ikke renteinntekter. På underkontoen for fond finner man en oversikt over de ulike aksjefondene man eier gjennom aksjesparekontoen. Her er det normalt en oversikt over innskutt beløp, samt historisk avkastning du har oppnådd i ditt eierskap av hvert enkelt fond. Underkontoen for aksjer er typisk også en VPS-konto som er integrert i ordningen og benyttes for å kunne kjøpe og selge børsnoterte aksjer hjemmehørende i EØS. Her oppbevares de aksjene man eier, og den gir normalt tilsvarende oversikt over historisk avkastning som på fondskontoen.

Videre har man mulighet til å eie flere aksjesparekontoer, og normalt sett foreligger det ikke noen kostnader ved opprettelse av kontoen (Aksjenorge, 2020). Det er heller ikke noe kostnader for å eie og drifte kontoen ut over forvaltningshonorarer og andre kostnader som må betales uavhengig av om man har aksjesparekonto eller ikke. Med andre ord gir ikke ordningen noen ekstrakostnader.

Bestemmelsene om aksjesparekonto ble til ved den nye § 10-21 i skatteloven med tilhørende forskrift. Vi skal nå se på aksjesparekontoens historie fra opprinnelsen til ikrafttredelsen, samt påfølgende endringer i bestemmelsen etter at den trådte i kraft.

2.5.3. Opprinnelsen av aksjesparekontoen

Meld. St. 27 (2013-2014)

Allerede tilbake i 2013 ble det etterspurt en løsning om «Et mangfoldig og verdiskapende eierskap» der det var ønskelig å øke småsparerens eierskap i norske selskaper (Meld. St. 27 (2013-2014), s. 10). Regjeringen uttrykte at de ville innrette politikken slik at alle kunne spare og investere, og ta del i verdiskapningen i Norge gjennom sitt eierskap. Det overordnede målet i det makroøkonomiske perspektivet var å oppnå økt konkurransekraft, verdiskapning og flere trygge og gode arbeidsplasser. Sammenlignet med andre land så man også tendenser til at Norges befolkning generelt hadde mindre personlig sparing i forhold til andre land (Meld. St. 27 (2013-2014), s. 32). Majoriteten av eiere i norske bedrifter har imidlertid vært utenlandske investorer og det offentlige.

Det er flere faktorer som har skyld i den lave andelen av private personer og husholdninger som eiere i de norske selskapene – først og fremst skiller strukturen i Norge seg fra andre land når det kommer til privatpersoners finansformue. I Norge står staten for en betydelig andel av sparingen gjennom det norske skattesystemet og gjennom sparing av statens petroleumsinntekter. Et annen forklaringsfaktor for den lave sparingen blant privatpersoner er at norske husholdninger i større grad eier sin egen bolig sammenlignet med andre land. I stortingsmeldingen lå det allerede i kortene at det var behov for å få utarbeidet en ny spare- og investeringsordning for privatpersoner.

Innst. 140 S (2014-2015)

Som følge av at Regjeringen fremmet Stortingsmelding nr. 27 (2013-2014) til Stortinget, fremla Stortingets finanskomité en innstilling året etter. Først og fremst ble regjeringens skattelettelser i 2014 nevnt som et godt tiltak som ville føre til økt verdiskapning i den norske økonomien (Innst. 140 S (2014-2015), s. 11). En lavere skatt på alminnelig inntekt for personer og selskaper bidro til en frigjøring av kapital og ga incentiver til å investere. I tillegg ble formuesskatten redusert, og gjorde dermed likningsverdien på eksempelvis eiendommer mindre betydelig, noe som videre ga incentiver til privatpersoner for å investere i markedet. Overordnet stilte komitéen seg positivt til regjeringens melding om i større grad å balansere eierforholdet mellom privat, offentlig og utenlandsk eierskap (Innst. 140 S (2014-2015), s. 24).

Komitéen støttet seg til regjeringens uttalelse som innebar at de ville styrke det mangfoldige norske private eierskap gjennom å «iverksette et bredt sett av tiltak» for å oppnå dette (Meld. St. 27 (2013-2014), jf. Inst. 140 S (2014-2015), s. 24). Som følge av dette vedtok Stortinget følgende anmodning overfor Regjeringen: «Stortinget ber regjeringen vurdere virkemidler for å styrke insentivene til ansattes medeierskap og fremme dette for Stortinget på egnet måte» og «Stortinget ber regjeringen utrede modeller, deriblant KLAS (Konti for Langsiktig Aksjesparing), slik at det blir enklere for folk flest å investere i aksjer og eierskap i norske bedrifter» (Innst. 140 S (2014-2015), s. 28). KLAS ble introdusert

av Aksjonærforeningen som en løsning for personlige sparere til å benytte seg av fritaksmetoden (Aksjonærforeningen, 2021). De la blant annet vekt på at denne løsningen kunne gjennomføres uten at det ville rukke ved dagens inntektssystem og uten å føre til konsekvenser for skatteinngangen til staten. Videre så komiteen på det som viktig i lys av den daværende svake tilstedeværelsen av småsparere på Oslo Børs å stimulere til at private, små investorer kunne investere i aksjer på Oslo Børs uten å måtte gå veien om å danne et investeringsselskap (Innst. 140 S (2014-2015), s. 24).

Meld. St. 4 (2015-2016)

I Stortingsmelding 4 (2015-2016) ble det i omfattende grad drøftet hvordan skattereformen skulle bidra til omstilling og vekst. I skatteutvalget ble det blant annet drøftet hvorvidt skattereduksjonen for selskaper skulle påvirke en eventuell endring i skatt for privatpersoner (Meld. St. 4 (2015-2016), s. 49). Det kom innspill fra flere høringsinstanser på dette området, men flertallet og tyngden i argumentasjonen bikket mot at den alminnelige inntektsskatten også burde reduseres for personbeskatningen. Dette ville bidra til å redusere forskjellsbehandlingen, og forhindre incentiver til å overføre kapitalinntekter eller -kostnader mellom person og selskap.

Innst. 273 S (2015-2016)

Basert på departementet sin drøfting av skatteendringene, la komiteen frem vedtak om at skattesatsen på alminnelig inntekt skulle bli redusert til 23 % for selskap og person innen 2018 (Innst. 273 S (2015-2016), s. 53). Videre fremla komiteen et vedtak der de ba regjeringen i forbindelse med budsjettet for 2017, om å foreslå en ordning for langsiktig sparing i børsnoterte aksjer og aksjefond. Det sentrale i løsningen var at den skulle innebære at gevinster ikke skulle beskattes løpende (Innst. 273 S (2015-2016), s. 54).

Prop 1. LS (2016-2017)

På bakgrunn av anmodningen som var vedtatt av Stortinget angående en ny ordning for langsiktig sparing, fremmet Finansdepartementet forslaget om aksjesparekontoen. Dette skulle være en måte for personlige skatteyttere å investere sitt innskudd på kontoen i børsnoterte aksjer og andeler i aksjefond (Prop 1. LS (2016-2017), s. 79). Det som var sentralt i utformingen av aksjesparekontoen var at gevinst ved realisasjon av aksjer eller aksjefond ikke skulle gå til beskatning før midlere ble tatt ut av kontoen. Altså en løsning som gjorde det mulig å reinvestere mellom ulike aksjer og fond innad i aksjesparekontoen uten at det ville komme til beskatning. Denne formen for utsatt beskatning omfattet imidlertid ikke utbytte på aksjer og aksjefond og dette ville dermed gå utenfor ordningen ved at utbytte ville bli tilordnet aksjonæren direkte og skattlagt som normalt ved innvinning (Prop 1. LS (2016-2017), s. 79).

Finansdepartementet drøfter videre i proposisjonen hvilke typer aksjer og aksjefond som skulle være en del av aksjesparekontoordningen. Ordningen har i tråd med tidligere stortingsmeldinger og

innstillinger dreid seg om børnoterte aksjer. I tillegg refereres det til EØS-avtalens krav om likebehandling som sier at ordningen også må omfatte børnoterte aksjer i selskap hjemmehørende i andre EØS-land. Når det kommer til hvilke fond som skulle tilbys, ble det formidlet at det måtte klargjøres nærmere, men at det ville være naturlig at det skulle være fond med en stor andel børnoterte aksjer (Prop 1. LS (2016-2017), s. 80). I utformingen av ordningen rettet det seg også spørsmål til hvorvidt renter skulle være en del av aksjesparekontoen med tanke på midler som blir stående på kontoen før det blir reinvestert. For å gjøre ordningen mindre komplisert og krevende for de potensielle tilbyderne og skattemyndighetene foreslo departementet å ikke la renter inngå som en del av kontoen (Prop 1. LS (2016-2017), s. 81). De la også vekt på at dette var i henhold til intensjonen med selve ordningen, som innebærer at midlene helst skulle reinvesteres med det samme. Som en naturlig del av aksjesparekontoen ville skjermingsfradraget være innbakt i ordningen, og departementet foreslo at det skulle ta utgangspunkt i kontohaverens innskudd på kontoen. Dette skiller seg fra aksjonærmodellen, som baserer skjermingsgrunnlaget på inngangsverdiene til aksjene. Det som imidlertid ble foreslått, som skulle være ulikt mellom ordningene, var at det skulle være mulig å samordne skjermingsfradrag fra ulike aksjer i aksjesparekontoen. Skjermingen ble foreslått å kunne trekkes fra både ved beskatning av utbytte og ved uttak fra aksjesparekontoen. Dersom skjermingsfradraget er høyere enn inntektene, vil ubenyttet skjerming kunne fremføres til neste år (Prop 1. LS (2016-2017), s. 81 – 82).

Ved utformingen av aksjesparekontoen og hvordan den skulle bli tatt i bruk i praksis, måtte det tas stilling til hvem som skulle tilby denne ordningen. Departementet drøftet at det med tanke på de konkurransemessige forholdene ville være en fordel med flest mulig tilbydere, samtidig som de måtte være i stand til å håndtere de nødvendige oppgavene som krevdes. Departementet foreslo imidlertid en forskrift som skulle gi føringer på hvem som kunne være tilbydere, og ville sende et forslag til forskrift på høring (Prop 1. LS (2016-2017), s. 80).

Innst. 4 L (2016 - 2017)

Finanskomitéens flertall på Stortinget sluttet seg til regjeringens forslag, men ønsket i tillegg at børnoterte egenkapitalbevis skulle inkluderes i ordningen med aksjesparekonto (Innst. 4 L (2016-2017), s. 9). Dermed kom komitéen opp med et lovforslag til en ny § 10-21 i skatteloven.

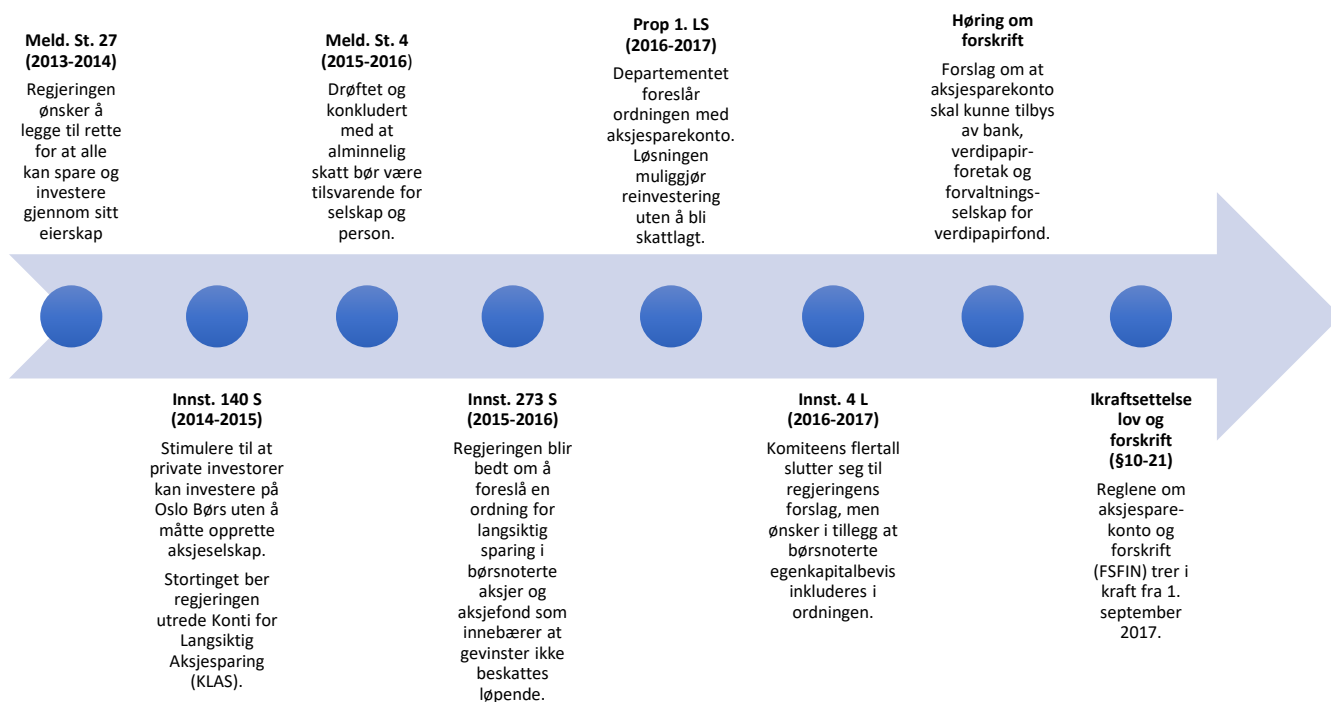
Høring om forskrift til § 10-21

Finansdepartementet foreslo i et høringsnotat at aksjesparekonto skulle tilbys av banker, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond (Finansdepartementet, 2017, s. 12). Dette ville først og fremst sikre god konkurranse i markedet. Gjennom høringsnotatet ble det lagt til grunn at det krever kompetanse og gode rutiner av tilbyderne for å kunne utføre de oppgavene som ordningen med aksjesparekonto innebærer. Dette er alt fra de tekniske løsningene, rapporteringsansvar, brukergrensesnitt, avtaleinngåelse og håndtering av kontohavers midler. For å videre underbygge målet om at

ordningen skulle sikre god konkurranse i markedet, ble det også lagt vekt på at det skulle være enkelt og effektivt å flytte mellom ulike tilbydere uten at det måtte være en for stor byrde for kontohaver (Finansdepartementet, 2017, s. 13). Samtidig ble det foreslått at det skulle være mulig å opprette konto hos flere tilbydere samtidig.

Ny § 10-21 – ikrafttredelse

Det ble fastsatt i statsråd at reglene for aksjesparekonto skulle tre i kraft fra 1. september 2017. Fra og med dette tidspunktet kunne personlige skatteyttere opprette aksjesparekonto. Samtidig hadde Finansdepartementet fastsatt en forskrift om aksjesparekonto som også skulle tre i kraft fra samme tidspunkt (Regjeringen, 2017). Forskriften som ble fastsatt skulle regulere blant annet tilbyders informasjonsplikt overfor kontohaver, krav vedrørende avtalen om aksjesparekonto og kontoføring hos tilbyder. Videre skulle forskriften inneholde regler om overføring til en annen tilbyder og om oppsigelse av aksjesparekontoen.



Figur 4: Lovarbeidet med tilknytning til aksjesparekontoordningen.

2.5.4. Endringer etter ikraftsettelse

I Prop. 1 LS (2018-2019) (s. 91) ble det foreslått en rekke endringer med sikte på at aksjesparekontoen skulle bli mer fleksibel for brukeren. Men samtidig ville den bli noe mer komplisert for tilbyderen. Den ene endringen som ble foreslått, var å avgrense til at aksjesparekonto kunne opprettes av personlige aksjonærer bosatt i EØS. Dette ble ikke avgrenset i den opprinnelige § 10-21 i skatteloven, og Regjeringen foreslo dermed endringen i første ledd i denne lovbestemmelsen. Tidligere hadde det vært diskusjoner rundt behandlingen av utbytte og om dette også skulle inngå i ordningen på lik linje med

gevinst, og dermed kunne oppnå en utsatt beskatning. Departementet viser til sammenhenger i systemet som tilsier at utbytte og gevinster burde behandles på samme måte skattemessig, og dermed foreslo de endringer i § 10-21 tredje ledd. I Innst. 4 L (2018-2019) slutter flertallet i finanskomiteen seg til regjeringens forslag. Komiteen legger særlig vekt på at det i utgangen av 2018 kun var en tredjedel av norske personkunders aksjeverdier som var flyttet til aksjesparekonto (Innst. 4 L (2018-2019), s. 6). Ved å la utbytte inngå i ordningen, ville dette gjøre ordningen mer attraktiv og føre til at flere ville opprette aksjesparekonto.

2.6. Aksjonærmodellen og to alternativer illustrert med et eksempel

Aksjonærmodellen har til hensikt å dobbeltbeskatte aksjeinntekter hos personlige aksjonærer, mens dette ikke er gjeldende på samme måte for selskapsaksjonærer, jf. kapittel om fritaksmetoden. Det gjennomgås i dette delkapittelet tre tilpasningsalternativer for investorer. I det første tilfellet ser vi på konsekvensene av å investere i aksjer direkte. Deretter gjennomgås de samme investeringene, men denne gangen gjennom et investeringsselskap. Til sist vises tilpasningen ved bruk av aksjesparekonto. De to sistnevnte tilpasningene er det som undersøkes i oppgavens analysekapittel.

Aksjonærmodellen behandler beskatningen av personlige aksjonærer når en gevinst realiseres eller et utbytte utbetales. Modellen behandler de to formene for vinning identisk, noe som er intensjonen ved modellen. Innst. O. nr. 10 (2004-2005) (s. 17) formulerer det som følger: «Aksjonærmodellen innebærer en integrert beskatning av utbytte og gevinster, dvs. at beskatningen er uavhengig av om overskuddet tas ut som utbytte eller gevinst.» Det er kjent at en mangel av slik integrasjon kan føre til visse uønskede skattemessige tilpasninger fra skattyters side (NOU 2003: 9, s. 205).

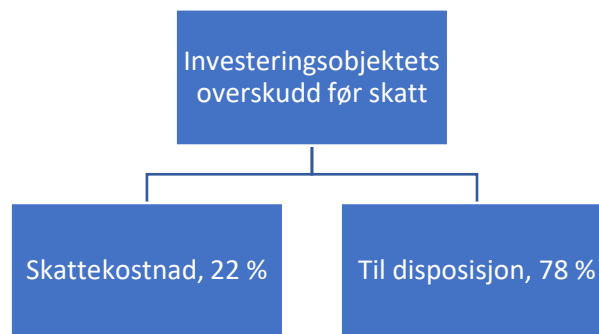
I aksjonærmodellen skal aksjonærer yte skatt av økonomisk fordel fra investeringer i aksjer. Prinsipielt skiller skatteloven mellom gevinst ved realisasjon og utbytte, slik at disse blir å anse som to forskjellige former for økonomiske fordeler. Gevinst ved realisasjon er skattepliktig etter skatteloven § 10-31 første ledd, mens tap ved realisasjon er fradragsberettiget etter annet ledd. Utbytteinntekter er skattepliktige etter skatteloven § 10-11 og § 10-12. Aksjonærmodellen er noe kompleks. Prinsippene i modellen presenteres stegvis ved hjelp av eksempler i det følgende, der vi for enkelhets skyld antar at selskapets regnskapsmessige resultat før skatt er lik selskapets alminnelige inntekt.

Overordnet kan vi si at alle former for gevinst tilknyttet aksjer er koplet til selskapets resultater. Over eller underskudd i investeringsobjektet (aksjeselskapet) skattlegges som alminnelig inntekt på selskapets hånd. Generelt kan vi derfor si at aksjonæren, med grunnlag i selskapets alminnelige inntekt, vil motta utbytte eller få en verdistigning på aksjen tilsvarende investeringsobjektets resultat, justert for skatt. Dette vises prinsipielt i Formel 3, hvor G er aksjonærens vinning, O er selskapets overskudd før skatt, og s er satsen for skattlegging av alminnelig inntekt.

$$G = O * (1 - s)$$

Formel 3: Aksjegevinst basert på selskapets overskudd og skattesats av alminnelig inntekt.

Dette kan best illustreres gjennom et eksempel. Vi forutsetter at en aksje i investeringsobjektet hadde anskaffelseskost på 1000, og at investeringsobjektet har hatt en vinning på 100 pr. aksje. Følgelig har vi at $O = 100$. Skattesatsen på alminnelig inntekt er 22 %. Vi kommer dermed frem til at et investeringsobjekt med et overskudd på 100, gir aksjonæren en latent gevinst på 78 ($100 * (1 - 0,22) = 78$). Statens inntekter er i dette eksempelet 22 ($100 * 0,22 \Leftrightarrow 100 - 78$). Denne fordelingen er illustrert i Figur 5.



Figur 5: Fordeling av investeringsobjekts resultat før skatt.

Investeringsobjektets resultat etter skatt står til selskapets disposisjon. Det går utenfor oppgavens omfang å presentere en utførelse gjennomgang av de begrensninger, muligheter og plikter som er gjeldende. Det forutsettes derfor at resultatet kan disponeres til utbytte, eller disponeres til annen egenkapital (opptjente resultater som holdes tilbake i selskapet); en blanding av disponering til utbytte og avsetning til annen egenkapital er også mulig.

Dersom investeringsobjektet skulle gå med underskudd (negativt resultat), vil dette normalt dekkes av selskapets opptjente egenkapital. I de tilfeller selskapet ikke har en opptjent egenkapital, må underskuddet balanseføres som udekket tap, eventuelt dekkes gjennom en nedskrivning av aksjekapital/overkursfond uten utbetaling til aksjonærene. Balanseføres det som udekket tap, må det dekkes inn gjennom fremtidige positive resultater. Når selskaper går med underskudd vil de som regel ikke ha skattepliktig nettoinntekt, og ligger da ikke i skatteposisjon. Et eventuelt skattemessig underskudd fører til at selskapet får en utsatt skattefordel. Dette underskuddet kan fremføres og motregnes fremtidige positive skattepliktige nettoinntekter. Vi går ikke nærmere inn på dette temaet.

2.6.1. Investere direkte i aksjemarkedet – Eksempel Nora

Skjerming er aktuelt både for aksjonærer som investerer gjennom et aksjeselskap, og følgelig benytter seg av aksjonærmodellen og fritaksmetoden, og de som investerer gjennom en aksjesparekonto. Det er avvikende behandling på de tre tilpasningene, som er grunnen til at det gjennomgås et nokså komplekst eksempel.

Aksjonærmodellen

I aksjonærmodellen blir behandlingen som gjennomgått over. Det presenteres her et komplekst eksempel, som illustrerer bruken av skjerming i tråd med aksjonærmodellen.

Gjennomgangseksemplet Nora

Nora har investert i selskapet AS Industri. Hun kjøpte ti aksjer i selskapet den 01.01.20x0. Aksjekursen var på dette tidspunktet kr. 100. Den 01.07.20x0 kjøpte hun ytterligere ti aksjer. Aksjekursen var nå kr. 120. Ved begge kjøpene ble hun belastet med 1 % kurtasje.

AS Industri utbetalte utbytte på kr. 0,50 per aksje i 20x0. I 20x1 utbetales det et utbytte på kr. 10 pr. aksje. Bare aksjonærer som eier aksjer pr. 01.03 får utbetalt utbytte for det aktuelle året. Nora eier aksjene til og med 01.01.20x2, når hun selger alle aksjene til kurs 115 per aksje. Kurtasjen ved salg er 1 %.

Det legges til grunn en skjermingsrente på 5 % gjennom hele eksempelet. Det sees bort fra andre innvirkninger på alminnelig inntekt enn dem som følger direkte av aksjonærmodellen. Skattesatsen på alminnelig inntekt er gjennomgående 22 %.

Skattemessige konsekvenser for aksjonæren

Nora har i alt kjøpt 20 aksjer i AS Industri. I utgangspunktet skal alle beregninger og fastsettelser gjøres for den individuelle aksjen, men i praksis regner man på aksjer med identisk forløp under ett. De skattemessige posisjonene Nora har gått inn i er vist i Tabell 2.

Tidspunkt	Aksjekurs	Kurtasje	Antall aksjer	Inngangsverdi
01.01.20x0	100,00	1,00	10	1 010
01.07.20x0	120,00	1,20	10	1 212

Tabell 2: Inngangsverdier for Nora ved investeringer foretatt fra egen hånd.

Inntektsåret 20x0

I mars 20x0 får Nora utbetalt utbytte på kr. 0,50 pr. aksje som hun eide pr. 01.03.20x0. Nora får dermed utbetalt kr. 5 ($0,50 * 10$) for aksjene hun anskaffet i januar. Hun mottar ikke utbytte på aksjene hun kjøpte i juli.

For inntektsåret 20x0 skal vi nå fastsette den skattemessige behandlingen. Nora eide aksjene pr. 31.12.20x0, som fører til at hun blir tilordnet skjerming. Skjermingen fremkommer som 5 % av inngangsverdien på hver aksje, jf. Formel 1. Tabell 3 viser tilordnet skjerming pr. aksje.

Aksjepost	Inngangsverdi pr. aksje	Skjerming pr. aksje
01.01.20x0	101,00	5,05
01.07.20x0	121,20	6,06

Tabell 3: Oversikt over inngangsverdier og tilordnet skjerming pr. 31.12.20x0 for Nora som personlig aksjonær.

Følgelig kan alminnelig inntekt i tilknytning til aksjene for Nora fastsettes for 20x0. Beregningene er vist i Tabell 4. Det fremgår at Nora har mottatt kr. 5 i fastsatt alminnelig inntekt som utbytte fra aksjene. Videre har hun opparbeidet seg kr. 50,50 (5,05 * 50) i skjermingsfradrag på aksjene hun kjøpte 01.01.20x0. Hun krever skjermingsfradrag tilsvarende utbytteinntekten, som fører til at hun ikke har skattbar alminnelig inntekt i 20x0 knyttet til aksjepostene sine.

Post	Pr. aksje	Samlet
Utbytteinntekt, aksjer anskaffet 01.01.20x0	0,50	5,00
Fastsatt alminnelig inntekt		5,00
- Skjermingsfradrag	0,50	5,00
<i>Tilordnet skjermingsfradrag</i>	<i>5,05</i>	<i>50,50</i>
<i>Skjermingsfradrag til fremføring</i>	<i>4,55</i>	<i>45,50</i>
Skattbar alminnelig inntekt		-

Tabell 4: Beregning av Nora sin skattbare alminnelige inntekt for inntektsåret 20x0.

Tabellen viser ikke beregningen for ubenyttet skjerming til fremføring for aksjene kjøpt 01.07.20x0. For disse blir hun tilordnet skjerming på kr. 60,60 (6,06 * 10). Denne skjermingen får ikke betydning for skattefastsettingen i år, slik at den fremføres til anvendelse i senere år.

Inntektsåret 20x1

Nora mottar kr. 10,00 i utbytte på hver aksje hun eier i 20x1. Hun mottar derfor en utbytteinntekt på kr. 200 (10,00 * 20).

Skjermingsgrunnlaget for aksjene kjøpt 01.01.20x0 er endret. Inngangsverdien er fremdeles kr. 101 pr. aksje. Det må tillegges ubenyttet skjerming fra tidligere år for å komme frem til årets skjermingsgrunnlag. Det samme gjelder for aksjene anskaffet 01.07.20x0. Formel 4 viser beregning av skjermingsgrunnlaget og tilordnet skjerming for aksjene anskaffet 1. januar 20x0, mens Formel 5 viser beregningen for aksjene anskaffet 1. juli 20x0.

$$01.01.20x0: 101,00 + 4,55 = 105,55 \Rightarrow 105,55 * 5 \% = 5,2775$$

Formel 4: Beregning av tilordnet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.01.20x0 pr. 31.12.20x1.

$$01.07.20x0: 121,20 + 6,06 = 127,26 \Rightarrow 127,26 * 5 \% = 6,363$$

Formel 5: Beregning av tilordnet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.07.20x0 pr. 31.12.20x1.

Skjermingen tilordnet i år blir tillagt ubenyttet skjerming fra tidligere år. Summen av all tidligere tilordnet skjerming og årets tilordnede skjerming gir tilgjengelig skjerming. Akkumulert skjerming pr. aksje er beregnet for aksjene anskaffet 1. januar 20x0 i Formel 6, mens Formel 7 viser den samme beregningen for aksjene anskaffet i juli 20x0.

$$01.01.20x0: 4,55 + 5,2775 = 9,8275 \approx 9,83$$

Formel 6: Beregning av akkumulert ubenyttet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.01.20x0 pr. 31.12.20x1.

$$01.07.20x0: 6,06 + 6,363 = 12,423 \approx 12,42$$

Formel 7: Beregning av akkumulert ubenyttet skjerming for Nora tilknyttet aksjer anskaffet 01.07.20x0 pr. 31.12.20x1.

Fastsettelse av alminnelig inntekt for inntektsåret 20x1 er vist i Tabell 5. Tabellen viser beregningen av Nora sin fastsatte alminnelige inntekt og skattbare inntekt tilknyttet utbytteinntektene for 20x1. For aksjene anskaffet 01.01.20x0 har hun mottatt kr. 100 i utbytte. Dette inngår i alminnelig inntekt. Skjermingsfradraget hennes er kr. 98,28. Følgelig har hun en skattbar alminnelig inntekt knyttet til utbytteinntekten på kr. 1,72 (100,00 – 98,28).

Post	Pr. aksje	Samlet
Utbytteinntekt, aksjer anskaffet 01.01.20x0	10,00	100,00
Utbytteinntekt, aksjer anskaffet 01.07.20x0	10,00	100,00
Fastsatt alminnelig inntekt		200,00
- Skjermingsfradrag, aksjer anskaffet 01.01.20x0	9,83	98,28
<i>Tilordnet skjermingsfradrag i år</i>	5,28	52,78
<i>Sum akkumulert skjerming</i>	9,83	98,28
<i>Skjermingsfradrag til fremføring</i>	-	-
- Skjermingsfradrag, aksjer anskaffet 01.07.20x0	10,00	100,00
<i>Tilordnet skjermingsfradrag i år</i>	6,36	63,63
<i>Sum akkumulert skjerming</i>	12,42	124,23
<i>Skjermingsfradrag til fremføring</i>	2,42	24,23
+ Oppjustering, aksjer 01.01.20x0 (100,00 – 98,28) * 0,44		0,76
Skattbar alminnelig inntekt		2,48

Tabell 5: Beregning av skattbar alminnelig inntekt for Nora for inntektsåret 20x1.

Aksjene anskaffet 01.07.20x0 har også utbetalt utbytte på kr. 10 pr. aksje. Dette inngår i alminnelig inntekt med kr. 100 (10,00 * 10). Nora har et skjermingsfradrag på kr. 124,23 tilknyttet disse aksjene. Ved fastsettelse av skattbar alminnelig inntekt får hun fradrag for denne skjermingen, oppad begrenset til mottatt kapitalinntekt, kr. 100. Nora har dermed ubenyttet skjerming til fremføring knyttet til aksjene anskaffet 01.07.20x0 på kr. 24,23 (124,23 – 100,00).

Nora sin alminnelige inntekt etter fradrag for skjerming er kr. 1,72 (200,00 – 98,28 – 100,00), som oppjusteres med faktoren 1,44 under forutsetningen om at skattesatsen på alminnelig inntekt er 22 %. Dette gir Nora en skattbar alminnelig inntekt på kr. 2,48 (1,72 * 1,44). Følgelig må Nora yte skatt med kr. 0,55 (kr. 1,72 * 1,44 * 22 %) for utbytteinntekten på kr. 200. Effektiv skattesats er derfor omtrent 0,25 % (0,55/200).

Inntektsåret 20x2

Nora oppnår en gevinst ved salg av aksjene hun kjøpte 01.01.20x0. På realisasjonstidspunktet er aksjekursen kr. 115. Hun må yte kurtasje på kr. 1,15 pr. aksje ved salget. Inngangsverdien på disse aksjene var kr. 101. Nora oppnår dermed en gevinst på kr. 12,85 pr. aksje hun kjøpte 01.01.20x0. Videre selger hun aksjene hun anskaffet 01.07.20x0. Hun mottar kr. 113,85 pr. aksje etter at hun har betalt for kurtasje.

Post	Aksjer, 01.01.20x0	Aksjer, 01.07.20x0	Sum
+ Aksjekurs på realisasjonstidspunktet	115,00	115,00	2 300,00
- Kurtasje ved realisasjon	-1,15	-1,15	-23,00
= Realisasjonsvederlag	113,85	113,85	2 277,00
- Inngangsverdi	-101,00	-121,20	-2 222,00
= Fastsatt alminnelig inntekt	12,85	-7,35	55,00
- Skjermingsfradrag	0,00	0,00	0,00
<i>Ubenyttet skjerming</i>	<i>0,00</i>	<i>2,42</i>	<i>24,20</i>
+ Oppjustering	5,65	-3,23	24,20
= Skattbar alminnelig inntekt	18,50	-10,58	79,20
<i>Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)</i>	<i>4,07</i>	<i>-2,33</i>	<i>17,42</i>

Tabell 6: Beregning av skattbar alminnelig inntekt tilknyttet aksjeinntekter og -tap for Nora ved realisasjon i 20x2 fordelt på de to aksjepostene.

Tabell 6 viser skatteutligningen for Nora for de to gruppene av aksjer hun har realisert i 20x2. Inntekten Nora oppnår ved salg av aksjene er kr. 115,00 (kursen på salgstidspunktet). Nora måtte yte kurtasje med kr. 1,15 pr. aksje ved salg. Dette fører til at Nora sitt nettovederlag for salget er kr. 113,85 (115,00 – 1,15). Inngangsverdien trekkes så ifra for å komme frem til beregnet gevinst eller tap for aksjene. For aksjene kjøpt 01.01.20x0 har Nora realisert en gevinst på kr. 12,85 pr. aksje, mens hun har realisert et tap tilknyttet aksjene anskaffet 01.07.20x0 på kr. 7,35 pr. aksje. For aksjene anskaffet 01.01.20x0 foreligger det ingen ubenyttet skjerming til fremføring, slik at beløpet som inngår i fastsatt alminnelig inntekt er kursgevinsten på kr. 12,85 pr. aksje. Aksjene anskaffet 01.07.20x0 har ubenyttet skjerming på kr. 2,42 pr. aksje. Skjerming skal ikke redusere et tap. Følgelig bortfaller dette fremførte skjermingsbeløpet, og kan ikke komme til fradrag verken for disse aksjene, eller andre aksjer. Aksjene som resulterte i gevinst skal oppjusteres med faktoren 1,44. I Tabell 6 er det lagt til oppjustering med faktoren 0,44. Dette henger sammen med at verken gevinst eller tap skal skattlegges dobbelt opp, men vinning skal skattlegges med ytterligere 44 %. Skattegrunnlaget for gevinstbeskatningen blir kr. 18,50 pr. aksje. Tapet fra aksjene som ble solgt med tap oppjusteres tilsvarende med faktoren 1,44 slik at grunnlaget for beskatningen er minus kr. 10,58 pr. aksje.

Skattlegging av alminnelig inntekt gjøres på nettogrunnlag. Dette vil si at skattegrunnlaget er med tillegg for skattepliktig inntekt (realisert kursgevinst) og med fradrag for skattepliktige tap og kostnader

(realisert kurstap). Nora har en fastsatt alminnelig inntekt på kr. 55. Det er ingen skjermingsfradrag som kommer til anvendelse. Denne inntekten oppjusteres derfor med 44 %, slik at skattegrunnlaget er kr. 79,20. Det ytes skatt med 22 % av dette grunnlaget, kr. 17,42.

2.6.2. Opprette et investeringselskap – Utnyttelse av fritaksmetoden

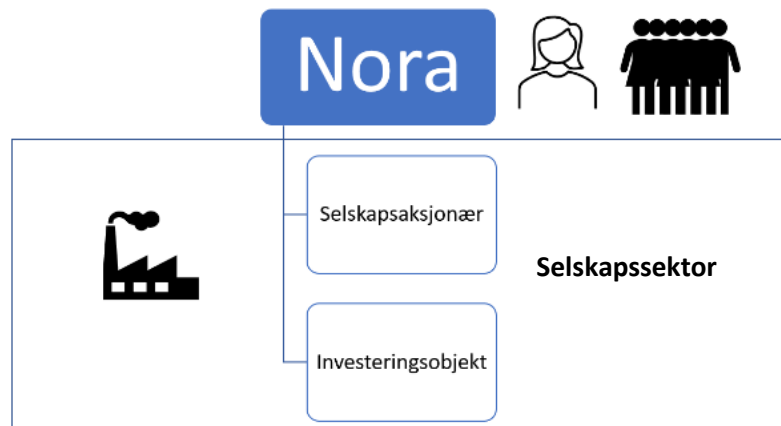
Beregningene til aksjonærmodellen er nokså komplisert, slik gjennomgangen foran viser. Det er to alternativer som kan være gunstigere for skattyter. For det første er det mulig for Nora å etablere et investeringselskap. Dette fører til at fritaksmetoden får anvendelse. I praksis betyr det at skattleggingen av aksjegevinster kan utsettes frem til dette overføres til aksjonæren. Utbytteinntekter er skattepliktig med 3 %, mens det resterende pålegges en latent skatteplikt på tilsvarende vis som kursgevinster. I det følgende ser vi først på hvordan Nora kunne tilpasset seg ved å bli en selskapsaksjonær. Deretter ser vi på hvordan skattleggingen ville blitt ved bruk av aksjesparekonto.

Selskapsaksjonær

Selskapsaksjonærer er fritatt skatteplikt for kursgevinster og utbytteinntekter, men må likevel inntektsføre til beskatning 3 % av mottatt aksjeutbytte. Skattekonsernselskaper slipper også disse 3 % for utbytte seg imellom. Selskapsaksjonærer blir ikke tilordnet skjerming, men aksjonærene til selskapsaksjonæren blir det under forutsetning om at de er personlige aksjonærer. Tilpasningen er prinsipielt illustrert i Figur 6.

Figuren illustrerer skillet mellom selskapssektoren og personlige skattytere. Nora er en personlig skattyter. Hun står derfor på lik linje med andre personlige skattytere når det kommer til beskatning av aksjeinntekter. Nora kan velge å investere i selskapssektoren, illustrert ved det store rektangelet. Dette illustrerer prinsipielt skillet mellom personlige og upersonlige skattytere. Nora kan velge å etablere et selskap som fungerer som selskapsaksjonær på henne vegne. På denne måten får Nora en fot innenfor døren på selskapssektoren, og kan investere i objekter innenfor selskapssektoren uten at all vinning forfaller til beskatning med det samme. Ulempen er naturligvis at tap heller ikke går skattemessig til fradrag før hun selger aksjene i investeringselskapet.

I det følgende går vi igjennom de samme to investeringene Nora foretok på sin egen hånd, men denne gangen gjennom hennes etablerte selskap, AS Investering. Vi forsøker å illustrere hvordan behandlingen blir når aksjonærmodellen og fritaksmetoden møter hverandre. Vi ser bort fra de legale formalitetene, så som selskapskapital, regnskapsplikt mv.



Figur 6: Illustrasjon av skillet mellom personlige skattytere og upersonlige skattytere (selskapsaksjonærer).

Nora oppretter et investeringsselskap

Nora etablerer AS Investering 01.01.20x0. Samme dag setter hun inn kr. 1 010 i AS investering i bytte mot 1010 aksjer. Aksjekapitalen benyttes til å kjøpe ti aksjer i ASA Industri. Aksjekursen på aksjene i ASA Industri er på dette tidspunktet kr. 100 pr. aksje, og det må ytes kurtasje på 1 % av handelsbeløpet. Den 01.07.20x0 bestemmer Nora at AS Investering skal kjøpe ti nye aksjer i ASA Industri. Aksjekursen er nå kr. 120 pr. aksje, og kurtasjen er 1 %. Nora utvider derfor aksjekapitalen i AS Investering med kr. 1 212 i bytte mot 1212 aksjer. ASA Industri utbetaler et utbytte på kr. 0,50 pr. aksje til aksjonærer som eide aksjer pr. 01.03.20x0 i 20x0. Selskapet utbetaler også utbytte i 20x1, på kr. 10 pr. aksje til aksjonærer som eide aksjene pr. 01.03.20x1. Den 01.01.20x2 selger AS Investering alle aksjene sine i ASA Industri. Det forutsettes at Nora på dette tidspunktet realiserer alle sine aksjer i AS Investering, og får utbetalt en salgssum som tilsvarer innskutt aksjekapital og AS Investering sine aksjegevinster og utbytter, fratrukket skatt.

Behandlingen går her på to skattytere: AS Investering som upersonlig skattyter og Nora som personlig skattyter. Nora får ingen beskatning før realisasjonen av aksjene i AS Investering. Skattleggingen av Nora avventer derfor til slutten av eksempelet, slik at vi først ser på hele forløpet til AS Investering.

AS Investering

AS Investering mottar 01.01.20x0 kr. 1 010 fra Nora. Som vederlag mottar Nora 1010 aksjer i AS Investering. AS Investering investerer aksjekapitalen i ASA Industri, og mottar ti aksjer.

Den 01.07.20x0 mottar AS Investering ytterligere kr. 1 212 fra Nora, og gir Nora 1212 aksjer i AS Investering. AS Investering har dermed ytt totalt 2222 aksjer til Nora. Denne nye aksjekapitalen benyttes til å investere i ASA Industri med 10 nye aksjer.

20x0

I 20x0 har AS Investering mottatt kr. 5,00 ($0,50 * 10$) i utbytte fra ASA Industri. Pr. 31.12.20x0 skal årets skatt bestemmes. Vi kommer eksempelvis frem til Tabell 7. Tabellen viser at AS Investering har mottatt kr. 5 i utbytteinntekter fra ASA Industri. Bare 3 % av dette beløpet er skattepliktig inntekt, som det skal ytes 22 % skatt av. AS Investering må dermed yte kr. 0,03 ($5,00 * 3 \% * 22 \%$) i skatt for utbytteinntektene.

+ Mottatte utbytteinntekter	5,00
- Skattefritak for mottatte utbytteinntekter	-5,00
+ Reversering av skattefritak etter treprosentregelen	0,15
= Skattepliktig inntekt for AS Investering	0,15
<i>Skatt av skattepliktig inntekt (22 %)</i>	<i>0,03</i>

Tabell 7: Beregning av skattepliktig inntekt og skattekostnad for AS Investering for inntektsåret 20x0.

20x1

I 20x1 er det ingen transaksjoner mellom AS Investering og aksjonæren Nora. AS Investering mottar kr. 200 ($10,00 * 20$) i utbytteinntekter fra ASA Industri. Det skal ytes skatt med 22 % av skattepliktig inntekt. Den skattepliktige inntekten utgjør 3 % av mottatt utbytte. AS Investering skal følgelig inntektsføre kr. 6,00 ($200,00 * 3 \%$), og yte skatt av dette med kr. 1,32 ($6,00 * 22 \%$).

20x2

01.01.20x2 blir aksjene i ASA Industri realisert. Aksjekursen er nå kr. 115,00 pr. aksje. Kurtasjen er fremdeles 1 %. Tabell 8 viser gevinstberegningen. Tabellen viser at AS Investering har oppnådd en kursgevinst på kr. 55,00 på investeringene i ASA Industri (uten hensyn til mottatt utbytte). Etter realisasjon av disse aksjene har selskapet bare kontanter.

	Pr. aksje	Ant. Aksjer	Sum
+ Utgangsverdi, aksjer i ASA Industri	115,00	20	2 300,00
- Kurtasje ved salg	-1,15	20	-23,00
- Inngangsverdi, aksjer anskaffet 01.01.20x0	-101,00	10	-1 010,00
- Inngangsverdi, aksjer anskaffet 01.07.20x0	-121,20	10	-1 212,00
= Kursgevinst eller -tap			55,00

Tabell 8: Beregning av aksjevinn for AS Investering i inntektsåret 20x2.

Kontantbeholdningen pr. 01.01.20x2 er vederlaget Nora mottar ved likvidasjon av AS Investering. Kontantbeholdningen i selskapet består av mottatte utbytter og mottatte kontanter ved realisasjon av aksjene, med fradrag for ytt skatt i 20x0 og 20x1. Kontantbeholdningen etter fradrag for avsetning til betalbar skatt for selskapet er vist i Tabell 9.

+ Innbetalt aksjekapital i 20x0	2 222,00
- Utbetaling ved kjøp av aksjer i ASA Industri	-2 222,00
+ Utbytte fra ASA Industri i 20x0	5,00
- Betalt skatt i 20x1 for 20x0	-0,03
+ Utbytte fra ASA Industri i 20x1	200,00
- Avsatt skatt for 20x1	-1,32
+ Vederlag ved realisasjon av aksjer	2 277,00
= Kontantbeholdning etter fradrag for avsetning til skatt	2 480,65

Tabell 9: Beregning av kontantbeholdning for AS Investering pr. 01.01.20x2.

Nora

Nora yter kr. 2 222,00 til AS Investering i 20x0 i bytte mot aksjer, pålydende kr. 1,00 pr. aksje. Nora mottar ingen ytelser fra selskapet i 20x0 eller 20x1. I 20x2 mottar hun kr. 2 480,65 i bytte mot sine 2222 aksjer. Beskatningen av Nora forekommer for inntektsåret 20x2. I 20x0 og 20x1 er den eneste skattemessige posisjonen Nora inngår i akkumulering av skjerming.

Skjermingsgrunnlaget for 20x0 er anskaffelseskosten for aksjene, kr. 2 222,00. Nora tilordnes derfor skjerming på kr. 111,10 (2 222,00 * 5 %). I 20x1 er skjermingsgrunnlaget endret til å inkludere ubenyttet skjerming. Pr. 31.12.20x1 er Nora tilordnet kr. 227,76 i skjerming, slik Formel 8 viser.

$$111,10 + (2\,222,00 + 111,10) * 5\% = 111,10 + 116,655 = 227,755$$

Formel 8: Beregning av akkumulert tilordnet skjerming for Nora pr. 31.12.20x1.

Pr. 01.01.20x2 har dermed Nora ubenyttet skjerming på kr. 227,76. Ved realisasjon av aksjene kan vi komme frem til en oppstilling som vist i Tabell 10.

+ Utgangsverdi, aksjer i AS Investering	2 480,65
- Inngangsverdi, aksjer i AS Investering	-2 222,00
= Fastsatt alminnelig inntekt i 20x2	258,65
- Skjermingsfradrag	-227,76
= Oppjusteringsgrunnlag	30,89
+ Oppjustering (44 % av 30,89)	13,59
= Skattbar alminnelig inntekt	44,48
Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)	9,79

Tabell 10: Beregning av skattbar alminnelig inntekt og skattekostnad for Nora ved realisasjon av aksjer i AS Investering.

Tabell 10 viser at Nora i 20x2 oppnår en kursgevinst på aksjene sine i AS Investering på kr. 258,65. Dette er bestemt som differansen mellom vederlaget ved realisasjon (utgangsverdien) og anskaffelseskostnaden ved anskaffelse av aksjene i AS Investering (inngangsverdien). Hun har ubenyttet skjerming på kr. 227,76. Skjermingsfradraget er oppad begrenset til gevinsten. Tilordnet skjerming utgjør i dette tilfellet mindre enn gevinsten, som betyr at hele skjermingsfradraget blir anvendt. Differansen

mellom gevinsten og skjermingsfradraget utgjør oppjusteringsgrunnlaget. Denne differansen, på kr. 30,89, skal oppjusteres med faktoren 1,44. Det tillegges derfor 44 % av differansen som inntekt for å komme frem til skattbar alminnelig inntekt. Nora sin skattbare alminnelige inntekt er derfor kr. 44,48. Av dette beløpet skal Nora yte 22 % skatt. Nora må derfor skatte kr. 9,79 av kursgevinsten hun har hatt på aksjene i AS Investering.

2.6.3. Åpne en aksjesparekonto – Det nyeste sparealternativet

Beregningene etter aksjonærmodellen er nokså komplisert, slik eksemplene foran viser. En forenklet utgave er gitt ved bruk av aksjesparekonto. Det gjennomgås her hvordan behandlingen blir under de samme forutsetningene som i eksempelet over, denne gangen ved bruk av aksjesparekonto.

Nora åpner aksjesparekonto

Det legges til grunn at Nora oppretter en aksjesparekonto (ASK) 01.01.20x0 med et innskudd på kr. 1 010, som benyttes til å kjøpe aksjer i ASA Industri. Nora eier dermed 10 aksjer i ASA Industri gjennom sin ASK, og har ingen kontanter stående på kontoen. Nora bestemmer seg for å kjøpe ytterligere 10 aksjer i ASA Industri den 01.07.20x0, og setter da inn ytterligere kr. 1 212. Dette dekker kjøpet av aksjene og kurtasje, slik at det ikke står et ubenyttet beløp på kontoen. Følgende ytterligere hendelser legges til grunn:

- Nora mottar utbytte på kr. 0,50 pr. aksje anskaffet før 01.03.20x0 i 20x0.
- Nora mottar utbytte på kr. 10,00 pr. aksje anskaffet før 01.03.20x1 i 20x1.
- Nora selger alle aksjene til kurs 115,00 pr. aksje den 01.01.20x2.
- Nora avslutter aksjesparekontoen 01.01.20x2.

Ved bruk av aksjesparekonto blir ikke kontoinnehaveren skattlagt før det foretas en utbetaling som overstiger innskuddene. Det betyr at Nora mottar utbytteinntektene skattefritt så fremt de blir stående på aksjesparekontoen. Med andre ord opparbeides det en latent skatteforpliktelse som forfaller til beskatning når eventuell gevinst tas ut av kontoen. Nora kunne tatt ut utbytteinntektene uten at dette førte til beskatning. Dette ville da vært å regne som uttak av innskudd. Konsekvensen av dette ville være at skjermingsgrunnlaget ble redusert. Det er derfor lagt til grunn at det ikke gjøres uttak fra aksjesparekontoen før ved opphør av kontoen 01.01.20x2.

I 20x0 mottar Nora kr. 5,00 i utbytte som blir stående på aksjesparekontoen. I 20x1 mottar Nora kr. 200,00 i utbytte som også blir stående. I 20x2, når hun realiserer aksjene, har aksjesparekontoen en kontantbeholdning på kr. 2 482, se Tabell 11. Dette svarer til en latent gevinst på kr. 260 (2 482 – 1 010 – 1 212).

+ Innskudd, 01.01.20x0	1 010,00
- Utbetaling ved kjøp av aksjer, 01.01.20x0	- 1 010,00
+ Innskudd, 01.07.20x0	1 212,00
- Utbetaling ved kjøp av aksjer, 01.07.20x0	- 1 212,00
+ Mottatt utbytte i 20x0	5,00
= Innestående saldo pr. 31.12.20x0	5,00
+ Mottatt utbytte i 20x1	200,00
= Innestående saldo pr. 31.12.20x1	205,00
+ Vederlag ved realisasjon, 20x2	2 277,00
= Innestående saldo pr. 01.01.20x2	2 482,00

Tabell 11: Beregning av kontantbeholdning på aksjesparekonto pr. 01.01.20x2 for Nora som kontoinnehaver.

Skjerming tilordnes kontoinnehaver pr. 31.12 i inntektsåret. For aksjesparekonto er skjermingsgrunnlaget det laveste innskuddet i inntektsåret, med tillegg av eventuell ubenyttet skjerming. Følgelig blir Nora tilordnet skjerming for 20x0, under forutsetning om at skjermingsrenten er 5 %, på kr. 50,50 ($1\,010 * 5\%$).

Først i 20x1 blir skjermingsgrunnlaget til Nora endret til å hensynta innskudd nummer to i 20x0. I tillegg skal ubenyttet skjerming tillegges for å komme frem til skjermingsgrunnlaget. Tilordnet skjerming for Nora i 20x1 blir følgelig kr. 113,63 ($(1\,010 + 1\,212 + 50,50) * 5\%$). Total akkumulert skjerming pr. 31.12.20x1 er kr. 164,13 ($113,63 + 50,50$).

Når Nora avslutter aksjesparekontoen i 20x2, regnes dette som uttak av alle innskudd og uttak av gevinst. Hele den latente gevinsten forfaller da til beskatning. Skatteutregningen er vist i Tabell 12.

+ Vederlag ved avslutning av aksjesparekonto	2 482,00
- Innskudd på aksjesparekonto	-2 222,00
= Fastsatt alminnelig inntekt i 20x2	260,00
- Skjermingsfradrag	-164,13
= Oppjusteringsgrunnlag	95,87
+ Oppjustering (44 % av 95,87)	42,18
= Skattbar alminnelig inntekt	138,05
<i>Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)</i>	<i>30,37</i>

Tabell 12: Beregning av skattbar alminnelig inntekt og skattekostnad for Nora som innehaver av aksjesparekonto ved realisasjon pr. 01.01.20x2.

Tabell 12 viser at Nora mottar en gevinst fra aksjesparekontoen på kr. 260. Hun har opparbeidet seg skjerming med kr. 164,13, som kommer til fradrag. Restbeløpet, på kr. 95,87 ($260,00 - 164,13$), oppjusteres med faktoren 1,44 slik at skattbar alminnelig inntekt blir kr. 138,05 ($95,87 * 1,44$). Nora må følgelig yte skatt med kr. 30,37 ($138,05 * 22\%$).

Vi ser at en fordel med aksjesparekonto, sammenlignet med aksjeinvesteringer på aksjonærens egen hånd, er en betydelig enklere skatteberegning.

2.6.4. Sammenligning

Over er det gjennomgått tre muligheter for Nora å tilpasse seg skattemessig. For det første kunne hun investere i selskapssektoren direkte. Alternativt kunne hun opprette et selskap som foretar investeringer med hennes penger, eller hun kunne etablere en aksjesparekonto. Vi sammenligner her de tre tilpasningene overordnet. Tabell 13 viser en oppstilling av de tre tilpasningsmetodene.

	Direkte	Investerings-selskap	Aksjesparekonto
- Sum innskudd	2 222,00	2 222,00	2 222,00
+ Mottatt utbytte i 20x0	5,00	0,00	0,00
- Ytt skatt for 20x0	0,00	0,00	0,00
+ Mottatt utbytte i 20x1	200,00	0,00	0,00
- Ytt skatt for 20x1	-0,55	0,00	0,00
+ Mottatt realisasjonsbeløp i 20x2	2 277,00	2 480,65	2 482,00
- Ytt skatt for 20x2	-17,42	-9,79	-30,37
= Kapitalvekst på de to årene	242,03	248,86	229,63
<i>Sum ytt skatt</i>	<i>17,97</i>	<i>9,79</i>	<i>30,37</i>
<i>Effektiv skattesats</i>	<i>7,42 %</i>	<i>3,93 %</i>	<i>13,23 %</i>
<i>Vekst i kapitalen i %</i>	<i>10,89 %</i>	<i>11,20 %</i>	<i>10,33 %</i>

Tabell 13: Sammenligning av investeringsordninger fra gjennomgående eksempel.

Tabell 13 viser at Nora oppnår størst avkastning ved bruk av et investerings-selskap. Videre vises det at investerings-selskapet har den laveste effektive skattesatsen, mens aksjesparekontoen har den høyeste. Dette er noe misvisende. Det må vektlegges at investerings-selskapet har ytt skatt av mottatte utbytteinntekter, som øker den effektive skattesatsen noe. Investerings-selskapet ytte skatt med kr. 0,03 for utbytteinntektene i 20x0 og kr. 1,32 for utbytteinntektene det mottok i 20x1. Samlet skattlegging for investerings-selskapet er derfor kr. 11,14. Dette gir en effektiv skattesats på ca. 4,48 %. Investerings-selskapet kommer fremdeles betydelig bedre ut enn de andre tilpasningene.

Forklaringen for at aksjesparekontoen kommer dårligst ut, sett fra investorens side, er at Nora ikke ble tilordnet like mye skjerming som ved de andre alternativene. Det fremkom også over at skjermingsfradraget ved direkte investeringer er større enn ved bruk av aksjesparekonto. Nora opplever et permanent tap på grunn av redusert tilordnet skjerming, som fører til at en lavere andel av gevinsten er fritatt beskatning. Hadde det blitt gjort ett innskudd i etableringsåret ville ikke dette tapet oppstått, og bruk av aksjesparekonto ville vært mer gunstig enn å investere direkte i markedet.

Årsaken til at direkte investeringer ikke kommer bedre ut enn investerings-selskapet, som har blitt beskattet for utbytteinntektene, er todelt. For det første er det viktig å legge merke til at det oppsto et realisasjonstap på aksjene anskaffet 01.07.20x0. Dette førte til at skjermingen knyttet til disse aksjene

ikke kom til fradrag. Skattegrunnlaget ved direkte investeringer var derfor høyere. Den andre grunnen er at investeringer foretatt direkte forplikter seg til å ta utbytteinntekter til beskatning. Ved direkte investeringer foreligger det ikke en mulighet til å avvete med beskatningen til et senere tidspunkt. En konsekvens av dette er at skjermingsfradraget benyttes ved første og beste anledning. Følgelig øker ikke skjermingsgrunnlaget på samme måte som ved bruk av et investeringsselskap eller aksjesparekonto.

De forskjellene som er vist her, og spesielt forklart, gir grunnlag for en nærmere analyse. Dette gjennomgående eksempelet viser at skattleggingen, og følgelig nettoavkastningen, er betydelig ulik ved de forskjellige tilpasningene. Det er derfor et viktig spørsmål som gjenstår: Hva skjer med investeringene, skattleggingen og nettoavkastningen når mottatte utbytteinntekter reinvesteres og det foretas løpende innskudd?

Dette er problemstillingen vi skal forsøke å besvare i den videre analysen. Analysen tar bare for seg bruk av investeringsselskap og aksjesparekonto. Det er kjent at bruk av investeringsselskap er ansett som mer gunstig enn direkte investeringer. Aksjesparekontoordningen ble innført nettopp for å gi den alminnelige borger anledning til å benytte seg av fritaksmetoden. Det er derfor lite interessant å se disse ordningene opp mot direkte investeringer, som er årsaken til at dette ikke er en del av analysen.

3. Metode

I dette kapitlet presenteres vårt valg av vitenskapelig metode for oppgaven. Valget av metode er gjort for å best mulig kunne besvare problemstillingen vi har valgt for oppgaven: «*Er bruk av aksjesparekonto og investeringselskap likeverdige for skatteyter?*» Videre blir det beskrevet hvordan vi kom frem til utvalget vi tok for oss i oppgaven, som har vært et virkemiddel for utarbeidelse av analysen.

3.1. Valg av forskningsdesign

3.1.1. Forskningsdesign

Forskningsdesign er en overordnet plan for hvordan analyseprosessen skal legges opp for å besvare problemstillingen (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2017, s. 46). Det finnes tre forskjellige typer design forskningsmessig: eksplorativt design, kausalt design og deskriptivt design (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2017, s. 47). I vårt forskningsarbeid har vi tatt for oss et deskriptivt design.

Deskriptivt design benyttes når den som foretar en analyse har en grunnleggende forståelse av problemområdet. Formålet med et deskriptivt design er å beskrive situasjonen på et bestemt område (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2017, s. 50). Vi har valgt denne tilnærmingen fordi aksjesparekonto og investering gjennom investeringselskap allerede er et utbredt og kjent tema. Følgelig beveger vi oss ikke inn på et helt nytt område, men tar for oss nye vinklinger og setter ordningene opp mot hverandre. I denne oppgaven har vi valgt å sette opp analyser ved hjelp av børskurser på ulike selskaper og vurdert de skattemessige konsekvensene. Ved valg av bedrifter i analysen har foretatt et strategisk utvalg av ulike selskaper med forutsetning om at de har vært kontinuerlig notert på Oslo Børs i perioden 2004 – 2019. Med strategisk utvelging menes selskaper som har vært relevant å se på i forhold til problemstillingen.

3.2. Forskningsmetode

Ved gjennomføring av vår forskningsprosess har vi valgt en kvalitativ tilnærming ved valg av metode. Kvalitative data blir brukt til analytisk beskrivelse og forståelse av sammenhenger (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2017, s. 103 – 104). Dette har vi gjort i en todelt form der vi først og fremst har anvendt juridisk metode. I tillegg har vi utarbeidet caser basert på offentlig tilgjengelig data, blant annet fra Oslo Børs.

Juridisk metode er en fremstilling med grunnlag i materiale og vurderinger som det er vanlig å bruke når en skal løse et rettsspørsmål (Langfeldt og Bråthen, 2010). På bakgrunn av at oppgaven omhandler skatterett er det naturlig å anvende juridisk metode som verktøy. Utgangspunktet i juridisk metode er en hierarkisk oppbygging av rettskilder, der legalitetsprinsippet også gjelder i skatteretten. Øverst i den hierarkiske oppbyggingen er lover med forskrifter, deretter forarbeider, rettspraksis, andre

myndigheters praksis (EØS), juridisk teori og reelle hensyn. De rettskildene som vanligvis avgjør et rettsspørsmål er lov med tilhørende forskrifter, forarbeider og rettspraksis.

For å danne oss et best mulig kunnskapsgrunnlag rundt aksjesparekontoen og investering gjennom investeringselskap, var det viktig å opparbeide oss tilstrekkelig forståelse for hvorfor disse ordningene ble til. Bestemmelsene i skatteloven har vært utgangspunktet for dette, men forarbeidene, herunder sentrale proposisjoner, innstillinger og høringer har vært sentrale kilder for dybdeforståelsen av ordningene.

Ved utarbeidelsen av de tre casene i analysen benyttet vi offentlige historiske børldata fra ulike selskaper for å se på hvilke effekter en eventuell investering i disse selskapene ville medføre. Følgelig ble lovbestemmelsene anvendt i utarbeidelsen og målingen av effektene ved bruk av aksjesparekonto og gjennom et investeringselskap. Konsekvensen av denne tilnærmingen er at oppgaven bygger på omfattende beregninger. Omfanget av arbeidet viser seg å være for stort til å la seg presentere innenfor en rimelig ramme. Beregningene ble gjennomført i Excel og strekker seg på et omfang (i utskriftsformat) på mer enn 8000 sider.

3.3. Utvalg

3.3.1. Beskrivelse av utvalg

For å komme frem til utvalget av selskaper vi benyttet i analysen, tok vi utgangspunkt i oversikten over børnoterte selskaper på Oslo Børs. Det sentrale i vår oppgave har vært selskaper som er mulig å investere i både ved bruk aksjesparekonto og gjennom et investeringselskap. Et kriterium vi hadde for utvelgelsen av selskapene var at de hadde vært notert på Oslo Børs i perioden 2004 – 2019. Det hadde imidlertid ikke så mye for seg å foreta et mer spesifikt utvalg av selskaper ettersom analysen neppe ville blitt mer presis. Videre delte vi selskapene inn i utbyttebetalende, ikke-utbyttebetalende og øvrige selskaper med sikte på å isolere de ulike effektene gjennom analysen.

3.3.2. Begrunnelse av utvalg

Utvelgelsen ble gjort strategisk med tanke på de ovennevnte kriteriene, og dette ble gjort hovedsakelig for å sikre reliabilitet i analysen. Dersom vi eksempelvis hadde benyttet oss av en mer tilfeldig form for utvelgning, kunne vi fort havnet på et utvalg med svært ulike selskaper der noen av de muligens ikke hadde vært børnotert i hele perioden. Børnoterte selskaper er typisk store selskaper og ikke minst noe man kan investere i ved bruk av aksjesparekonto ettersom børnotering er et krav. Dersom vi hadde benyttet oss av andre selskaper kunne vi også oppnådd noe av de samme resultatene, men utvalget ble gjort for å styrke relevansen og gi reelle sammenkoblinger mellom ordningene. Det kunne også blitt gjort et mer strategisk utvalg der vi satte sammen en investeringsportefølje av selskaper der

det ble lagt til grunn likt antall aksjer. Dette for å sikre en viss form for tilfeldighet. Uansett ville det vært feil å anta en perfekt rasjonell investor med kunnskap om fremtiden.

3.4. Validitet og reliabilitet

Gjennom arbeidet med oppgaven og innsamlingen av data underveis har det vært viktig å være bevisst på bruken av kilder, anvendelse av lovverket og utarbeidelsen av gode caser. Dette er viktig for å oppnå validitet og reliabilitet. Reliabilitet vil si hvor pålitelig undersøkelsen er, mens validitet betyr gyldighet av undersøkelsen. Reliabilitet handler med andre ord om det er mulig å etterprøve forskningen og funnene (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2017, s. 103 – 104; s. 61). Validitet handler om hvor godt man måler det man har til hensikt å måle.

For å oppnå reliabilitet gjennom oppgaven var det helt klart vår anvendelse av juridisk metode som var mest sentralt. Utarbeidelsen av casene styrket imidlertid validiteten og var den sentrale delen som bidro til å belyse oppgavens problemstilling. Ved utarbeidelsen av oppgaven oppnådde vi ytterligere validitet ved å spesifikt velge selskaper som var notert på Oslo Børs til bruk i casene. Dette gjorde fremstillingen mer relevant i forhold til problemstillingen. Ved tett anvendelse av regelverket i forhold til praktiseringen av aksjesparekonto og investering gjennom et investeringsselskap styrket vi reliabiliteten i oppgaven. Gjennom casene fremgår effekten av investering gjennom begge løsningene og hvordan regelverket påvirker hvilken løsning som er mest gunstig. Dersom det bare hadde blitt gjennomført én case hvor to vilkårlige selskaper ble sammenlignet, ville grunnlaget neppe vært tilstrekkelig til å belyse de ulike effektene av ordningene. Analysen viser at ulike forutsetninger endrer utfallet. Dette ga interessante vinklinger på problemstillingen og belyste at svaret er mer sammensatt.

3.5. Etisk overveielse

Det har ikke vært behov for etiske hensyn i denne oppgaven ettersom dataene er offentlig tilgjengelig og selskapene kun blir brukt som et verktøy for å studere hvordan forskjellene mellom aksjesparekonto og investering gjennom aksjeselskap viser seg. Det er ikke blitt brukt ytterligere informasjon som krever samtykke med hensyn til personvern. Vi har anvendt lovverket som et styringselement for resultatene som fremmes gjennom casene. Teoridelen er i hovedsak basert på offentlige dokumenter, lovbestemmelser og forarbeidene. Det kan dermed konkluderes med at det etiske perspektivet i denne oppgaven er ivaretatt.

3.6. Kildekritikk

Ved innsamling av data har vi hele veien jobbet tett opp mot lovverket og offentlige dokumenter. Dette er pålitelige kilder som har gjort at vi har vært på trygg grunn hele veien både gjennom teoridelen og analysearbeidet. Utfordringen ved bruk av loven og forarbeidene har imidlertid vært å finne det mest relevante i forhold til problemstillingen. Når det kommer til andre kilder er det foretatt skjønnsmessige

vurderinger av forfatteren, organisasjonen og den som har publisert kilden for å sikre reliabilitet. De andre kildene har imidlertid ikke blitt brukt som en sentral del av oppgaven, men i hovedsak i forbindelse med begrepsforklaringer, statistikk, og diverse utsagn.

Vi har i tillegg sett på ulike statlige publikasjoner, samt høringer fra ulike instanser og dette er kilder vi i større grad har måttet ha et noe mer kritisk syn på. Flere av disse kildene inneholder imidlertid meninger og argumenter som ikke har kommet til uttrykk i lovverket. Uavhengig av dette, anses denne informasjonen som nyttig i forhold til å få frem ulike synspunkter.

3.7. Svakheter med oppgaven

Gjennom arbeidet med oppgaven erfarte vi fort at problemstillingen var mer omfattende enn vi hadde sett for oss og at det ikke bare er noen få faktorer som avgjør hvilken investeringsordning som er mest gunstig. Ut ifra rammene loven fastsetter i forhold til hvordan man skattemessig blir påvirket av sine investeringsvalg kunne vi utarbeide caser. En svakhet med denne fremstillingen er at analysen er noe enkel og generell og at virkeligheten er mer kompleks. Først og fremst vil investering gjennom et investeringsselskap være mer tidkrevende enn å opprette en aksjesparekonto. Videre ble det ikke tatt stilling til de merkostnader et investeringsselskap medfører. Eksempelvis er det ikke hensyntatt kostnader til regnskapsføring eller eventuell revisjon mv. Følgelig har vi ikke tatt stilling til at slike fradragsberettigede kostnader kan bli «spist opp» av eventuell skattepliktig utbytteinntekt, som kunne nøytralisert skattebelastningen helt eller delvis.

Erfaringene vi har opparbeidet oss tilsier at analysene ikke kunne gjøres for avanserte ettersom dette ville kreve mye tid og innsamling av informasjon fra ulike hold. Det finnes flere faktorer som spiller inn, men dette så vi på som svært ressurskrevende å ta stilling til i en eventuell analyse. Uavhengig av dette er fremdeles lovverket gjeldende og fremstillingen stemmer slik sett med virkeligheten. En annen svakhet med oppgaven er at aksjesparekonto er en relativt ny ordning, som fører til at man ikke finner tilstrekkelig med data.

En annen svakhet ved oppgaven er at det ikke er tatt tilstrekkelig stilling til hvorvidt, eller om i det hele tatt, investorer har ulike motiver for valg av ordningen. Videre har det ikke blitt tatt stilling til hvordan kapitalen forvaltes ved bruk av de to ulike ordningene. Dels har dette blitt sett bort ifra som følge av at tidligere lovverk ved bruk av aksjesparekonto medførte løpende beskatning av utbytteinntekter, noe som ble endret for ikke så lenge siden. Det ville derfor være vanskelig å innhente et relevant datagrunnlag for en slik type analyse.

4. Analyse

Opgavens problemstilling går ut på å avklare hvordan en rasjonell investor skal investere sine midler. Det er lagt til grunn at investoren kan velge mellom å benytte seg av et investeringsselskap eller aksjesparekonto. Det går først igjennom en teoretisk tilnærming med sikte på å avklare om det foreligger faktiske forskjeller i lovbestemmelsene. Deretter gjennomgås caser for å belyse de funn som er gjort gjennom den teoretiske tilnærmingen. Spørsmålet som søkes forklart er hvorvidt den teoretiske tilnærmingen vil være gjeldende i praksis.

4.1. Teoretisk tilnærming

Basert på funnene i det gjennomgående eksempelet i kapittel 2.6 er det interessant å gjennomføre en teoretisk analyse. Basert på lovteksten kan vi utarbeide formler som viser avkastningen ved de to tilnærmingene. Disse formlene vil videre kunne drøftes for å se forskjellene mellom tilpasningene. I dette delkapittelet ser vi på en stilisert tilnærming og benytter derfor den samme skjermingsrenten, oppjusteringsfaktor og skattesats av alminnelig inntekt hvert år.

Lovtekstens formuleringer og gjeldende rett legges til grunn slik at vi kommer frem til Formel 9. Hvor vi har at r_M er årlig avkastning, n er antall år, j er oppjusteringsfaktoren, s er skattesatsen av alminnelig inntekt og r_s er skjermingsrenten. Formelen viser den samlede egenkapitalavkastningen ved investeringer foretatt gjennom et investeringsselskap.

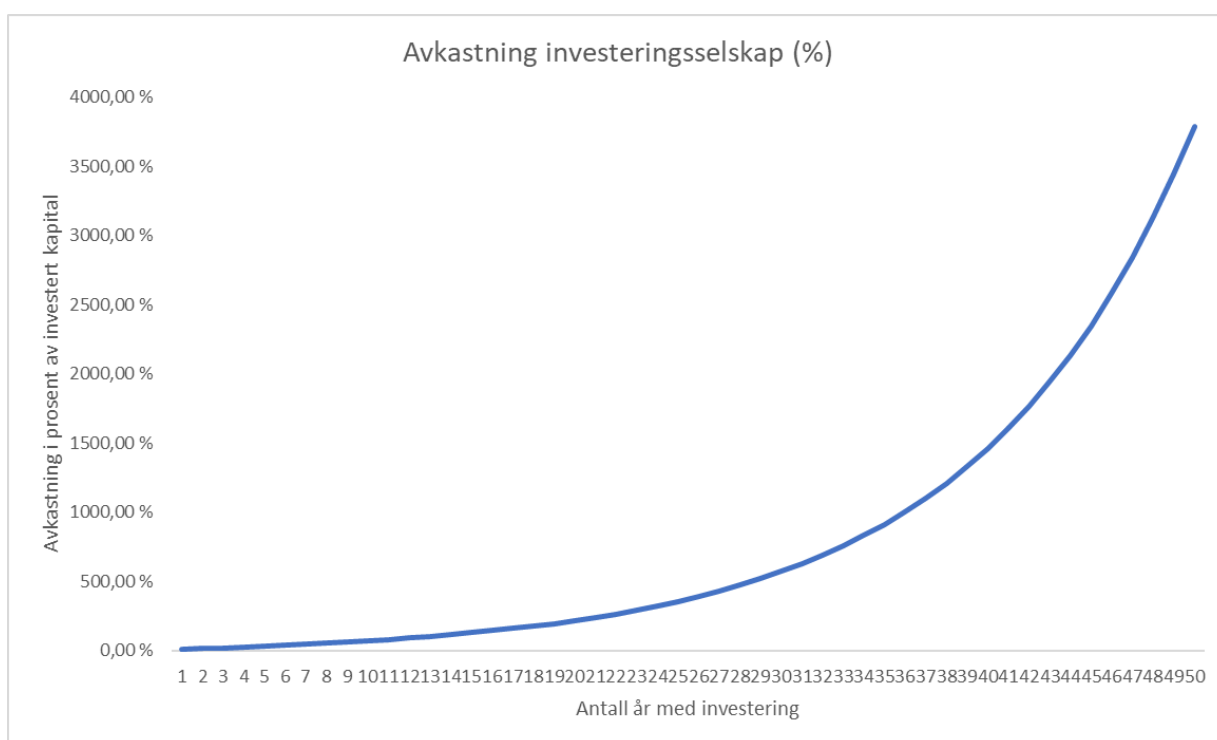
$$\frac{\frac{(1+r_M)^n - 1}{r_M} (1+r_M) - js \left(\frac{(1+r_M)^n - 1}{r_M} * (1+r_M) - \frac{(1+r_s)^n - 1}{r_s} (1+r_s) \right)}{n} - 1$$

Formel 9: Egenkapitalavkastning ved bruk av investeringsselskap.

Formel 9 beregner egenkapitalavkastningen ved bruk av et investeringsselskap. I brøken beregnes først avkastningen ved å investere i markedet. Dette legger til grunn like store innskudd på starten av året. Det andre leddet i brøken beregner skattekostnaden. Skattegrunnlaget fremstår som avkastningen, beregnet i det første leddet i parentes, med fradrag for skjerming, det andre leddet i parentes. Ved å multiplisere skattegrunnlaget med oppjusteringsfaktoren og skattesatsen av alminnelig inntekt kommer vi frem til skattekostnaden. Differansen mellom bruttoavkastningen og skattekostnaden dividert på antall år med investeringer utgjør verdien etter skatt. Ved å trekke ifra 1, kommer vi frem til egenkapitalavkastningen.

Gjennomsnittlig årlig avkastningen på Oslo Børs har i perioden 01.01.2001 – 01.01.2021 vært ca. 12,12 %. Ved bruk av et investeringsselskap vil summen av innskuddene være lik skjermingsgrunnlaget. Tilsvarende legges det til grunn en gjennomsnittlig skjermingsrente. I perioden 2004 – 2020 er skjermingsrenten dels beregnet og dels fastsatt. I årene 2004 og 2005 er skjermingsrenten beregnet til

henholdsvis 2,90 % og 1,30 %. Disse beregnede skjermingsrentene er lagt inn for illustrasjonsformål, ettersom skjermingsrenten ble innført 1. januar 2006. I de resterende årene er skjermingsrenten fastsatt av departementet. I perioden 2004 – 2020 er den gjennomsnittlige skjermingsrenten 1,40 %, som legges til grunn i hele investeringsperioden. Det er lagt til grunn en oppjusteringsfaktor på 1,44 og skattesats av alminnelig inntekt på 22 %. Under disse forutsetningene kommer vi frem til en eksponentiell avkastning som vist i Figur 7.



Figur 7: Avkastning ved bruk av investeringsselskap i markedet med årlig avkastning på 12,12 % og skjerming på 1,40 %. Realisasjonen er etter skattlegging av selskapsaksjonær.

Videre kan det vises at avkastningen til aksjesparekontoen kan bestemmes på en lignende måte for avkastningen i det første og andre året, som vist i Formel 10, hvor r_M er markedets avkastning, n er antall investeringsår, s er skattesatsen av alminnelig inntekt, j er oppjusteringsfaktoren, og r_s er skjermingsrenten. Ved investeringer i mer enn to år, gjelder Formel 11¹.

$$\frac{\frac{(1 + r_M)^n - 1}{r_M} (1 + r_M) - sj \left(\frac{(1 + r_M)^n - 1}{r_M} (1 + r_M) - n - (1 + r_s)^n - 1 \right)}{n} - 1$$

Formel 10: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet når investeringsperioden er ett eller to år.

¹ Takk til Michael Westerby for hjelp med utredning av denne formelen.

$$\frac{\frac{(1+r_M)^n - 1}{r_M}(1+r_M) - sj \left(\frac{(1+r_M)^n - 1}{r_M}(1+r_M) - n - \sum_{i=1}^{n-2} ((1+r_s)^i - 1) - (1+r_s)^n - 1 \right)}{n} - 1$$

Formel 11: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet når investeringsperioden er mer enn to år.

Årsaken til at det er behov for to likninger for aksjesparekontoen er at kapitalinnskuddet i år 2 ikke inngår i skjermingsgrunnlaget i år 2. Dette er fordi innskuddet pr. 1. januar i inntektsåret, hvert år, er det laveste innskuddet på aksjesparekontoen. Følgelig vil skjermingsgrunnlaget alltid være med unntak av årets innskudd. Dette fremkommer i Formel 11 som del av den store parentesen i telleren. Det tredje leddet i parentesen beregner akkumulert skjerming for alle investeringsår som overstiger to år. Dette er representert ved at det siste leddet i summetegnet er to mindre enn antall investeringsår. Skjerming for det første året fremkommer som det nest siste leddet i parentesen. Effekten av dette er at det ikke tilordnes skjerming for innskudd gjort i det senest foregående året.

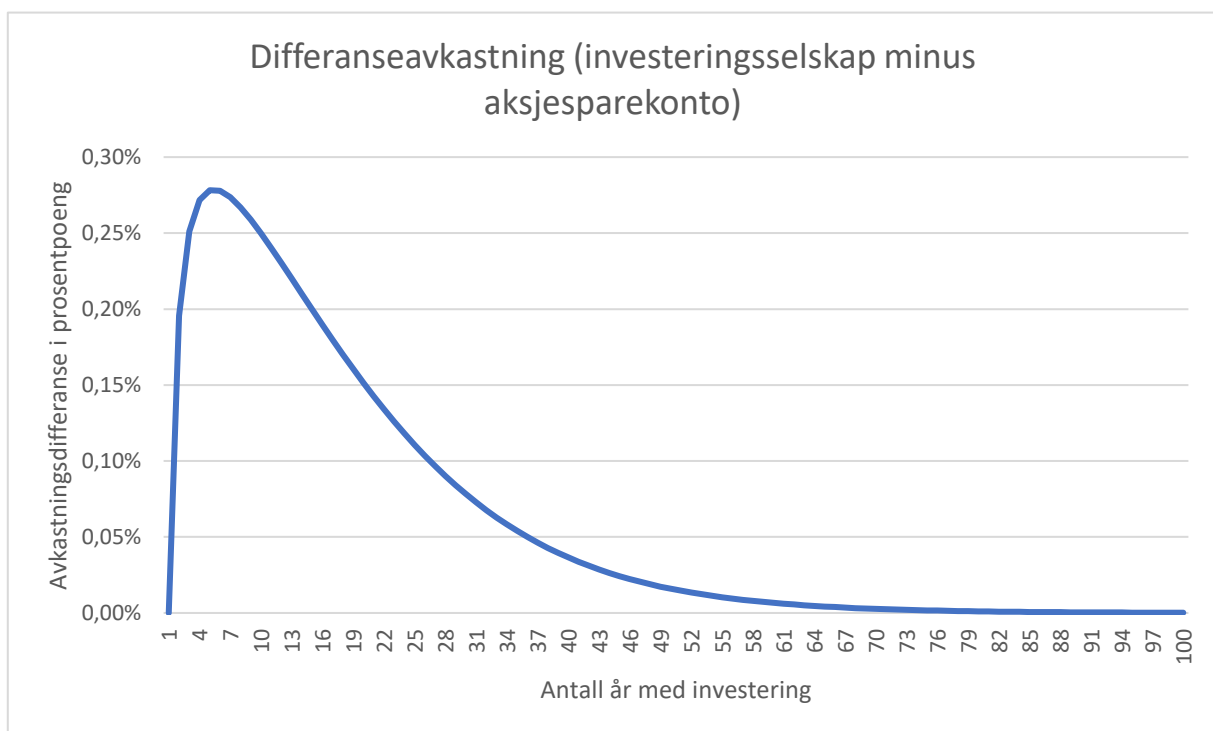
Ved å kontrollere formlene ble det observert svært lave forskjeller på noen år mellom faktisk avkastning og avkastning beregnet ved hjelp av Formel 13. Det er sannsynlig at dette skyldes avrundingsfeil forårsaket av programvaren. Feilen er et avvik på mindre enn 0,000 prosentpoeng, for antall investeringsår opp til og med 30 år. Eksempelvis ble det observert et avvik på $2 * 10^{-16} \approx 0$ prosentpoeng, relativt faktisk avkastning gjennom mer omfattende beregninger ved 17 års investering. Disse formlene kan også illustreres grafisk, hvor vi kommer frem til Figur 8.



Figur 8: Avkastning ved bruk av aksjesparekonto i markedet under forutsetning om årlig avkastning på 12,12 % og en skjermingsrente på 1,40 %. Avkastningen er etter skattlegging av aksjesparekontoinnehaver.

Tilsynelatende er avkastningen identisk ved de to valgalternativene, men det er ikke tilfellet. Det viser seg at avkastningen ved bruk av et investeringsselskap overstiger avkastningen ved bruk av aksjesparekonto. Denne differansen er vist i Figur 9.

Det er interessant å observere at avkastningen ved bruk av investeringsselskap gir en avkastning på opptil 0,28 prosentpoeng mer enn det en identisk investering gjennom aksjesparekontoen gir. Det er viktig å være oppmerksom på at denne sammenligningen ikke hensyntar innskuddsrenter eller det faktum at utbytteinntekter er skattepliktig inntekt for investeringsselskaper med 0,66 %. Ved å hensynta innskuddsrenter på ubenyttet kapital burde man forvente at avkastningsdifferansen øker. Videre er det interessant å legge merke til at ved svært langsiktige investeringer forsvinner denne differansen. Ettersom det som reelt sett blir observert her er en differanse i skjermingsfradraget, synes det rimelig å anta at denne forskjellen skyldes at aksjesparekontoen aldri får skjerming for det seneste innskutte beløpet. Dette er derfor et permanent tap ved bruk av aksjesparekontoordningen. Det permanente tapet kan vises som differansen mellom Formel 9 og Formel 10, ved investeringer i en periode på maksimalt to år, og som differansen mellom Formel 9 og Formel 11 ved investeringer i en periode på mer enn to år. Disse differansene er vist i Formel 12 og Formel 13.



Figur 9: Differanseavkastning mellom bruk av investeringsselskap og bruk av aksjesparekonto ved investeringer i markedet, under forutsetning om årlig avkastning på 12,12 % og en skjermingsrente på 1,40 %. Differansen er beregnet som avkastning ved bruk av investeringsselskap med fradrag for avkastning ved bruk av aksjesparekonto.

$$\Delta r = \frac{js}{n} \left(\frac{(1+r_s)^n - 1}{r_s} (1+r_s) - (1+r_s)^n - n + 1 \right)$$

Formel 12: Formel for å beregne differanseavkastningen ved bruk av investeringsselskap sammenlignet med bruk av aksjesparekonto under forutsetning om at investeringsperioden er mindre enn tre år.

$$\Delta r = \frac{j_S}{n} \left(\frac{(1 + r_S)^n - 1}{r_S} (1 + r_S) - \sum_{i=1}^{n-2} ((1 + r_S)^i - 1) - (1 + r_S)^n - n + 1 \right)$$

Formel 13: Formel for å beregne differanseavkastningen ved bruk av investeringsselskap sammenlignet med bruk av aksjesparekonto under forutsetning om at investeringsperioden er minst tre år.

Etter innskuddsåret inngår likevel det innskutte beløpet i skjermingsgrunnlaget, som fører til at det blir tilordnet skjerming på innskuddet. Dette vil si at skjermingsgrunnlaget ved bruk av aksjesparekonto alltid vil være lavere enn skjermingsgrunnlaget ved bruk av et investeringsselskap og fordi skjermingsgrunnlaget 'henger etter' med ett år, blir det tilordnet mindre skjerming til innehaver av aksjesparekonto. Denne differansen av avtakende over tid, slik vi ser at kurven i Figur 9 konvergerer mot en differanse på null. Forklaringen for dette fenomenet må være at ett års etterslep i skjermingsgrunnlaget for aksjesparekontoen blir en mindre og mindre andel for hvert år.

Det prinsipielle poenget ved denne observasjonen er at aksjesparekontoen opplever et permanent tap. Eier av aksjesparekonto opplever tapt inntekt som ikke er gjeldende for investoren som benytter seg av et investeringsselskap. Den tapte inntekten kan ikke innvinnes på et senere tidspunkt fordi skjermingsrentene alltid vil være de samme for tilpasningene. Under forutsetning om at det gjennomføres månedlige innskudd vil eier av aksjesparekontoen bli tilordnet 1/12 av skjermingen som aksjonæren i investeringsselskapet blir. I de påfølgende årene endres skjermingsgrunnlagene for de to tilpasningene, men aksjonæren i investeringsselskapet oppnår en rentesrenteeffekt på tidligere tilordnet skjerming som langt overstiger det eieren av aksjesparekontoen gjør.

Til sist er det viktig å være oppmerksom på at disse formlene og figurene ikke hensyntar utbytte. Når et investeringsselskap mottar utbytte gjennom fritaksmetoden, er likevel 3 % av mottatt utbytte skattepliktig inntekt. Dette fører til at det må ytes skatt med 0,66 % (3 % * 22 %) av mottatt utbytteinntekt. Det er da et spørsmål om hvor stor andel av avkastningen som mottas som utbytte. Følgelig kan det konkluderes med at investeringsselskapet vil være mer lønnsomt for investorer som investerer i utbytteaksjer inntil det punktet hvor utbyttebeskatningen overstiger differanseavkastningen. Ved kortsiktige investeringer vil derfor utbytteaksjer være mer lønnsomt for investeringsselskapet, mens det over tid vil være mindre lønnsomt. Dette vil si at investeringsselskapet vil være mer lønnsomt så lenge tapet gjennom skattleggingen av mottatt utbytte ikke overstiger meravkastningen som forventes ved bruk av investeringsselskapet.

Disse beregningene taler for at bruk av investeringsselskap er mer lønnsomt enn bruk av aksjesparekonto, slik Figur 9 også viser. Det må likevel vektlegges at det ikke er hensyntatt merkostnader som må til for å drifte et investeringsselskap. Eksempelvis er registreringsgebyret for aksjeselskaper kr. 5 570 (Brønnøysundregistrene, 2021). Dette fører til at det må gjennomføres store innskudd slik at meravkastningen kan dekke merkostnadene.

Dette resulterer sannsynligvis i at aksjesparekontoen er en gunstigere løsning for folk flest. Dersom investoren har tilgang på mye kapital, kan det være gunstigere å investere gjennom et investeringselskap. Videre vil det være mer aktuelt å benytte et investeringselskap dersom andre viktige forhold ligger til rette for dette, så som fordelingsmuligheter til en etterfølgende generasjon eller dersom det vil være aktuelt å investere i objekter som ikke tillates investert i gjennom aksjesparekontoen. Et annet viktig poeng å fremme er fleksibiliteten rundt eierforholdet. Ved investeringer gjennom investeringselskapet kan flere gå sammen om investeringene.

I den videre fremstillingen forsøker vi å vurdere om disse teoretiske funnene vil stemme i realiteten. Gjennomgangen så langt har vist at investeringselskapet er en bedre løsning, men det stilles spørsmål ved hvorvidt disse funnene vil holde i realiteten.

4.2. Caser

Casene tar sikte på å avklare tre ting. For det første er det et spørsmål om hvilken tilpasning skattyter skal velge for å oppnå størst mulig avkastning. Det andre spørsmålet er hvilken tilpasning som fører til minst mulig skattlegging for skattyter. Motstykket til dette spørsmålet er hvilken tilpasning som fører til de største skatteinntektene for den offentlige forvaltningen. Det tredje spørsmålet er om det foreligger vesentlige forskjeller mellom de tre kategoriene av selskaper. Med andre ord vil det være interessant å vite om utformingen av skattereglene kan føre til forskyvninger i markedet på grunn av skattyteres ønsker om å tilpasse seg best mulig for å unngå å yte skatt.

For disse tre spørsmålene er det interessant å se på selskapenes utbyttepolitikk. Det forventes minimalt med forskjeller i skattleggingen når selskapene ikke utbetaler utbytte. Følgelig forventes det størst forskjeller i avkastning og skattlegging når selskapene konsekvent betaler utbytte. Kategorien som inkluderer selskaper som betaler utbytte, men ikke konsekvent, forventes å havne et sted imellom. Det kan likevel tenkes at når selskapene i denne kategorien først utbetaler utbytte, fører dette til betydelig skattlegging, som kan forskyve gunstigheten i retning av de alternative ytterpunktene.

Et sentralt spørsmål i analysen er hvilke skatteregler som skal benyttes. Det kunne eksempelvis blitt argumentert med at dagens satser skulle vært benyttet for å undersøke hvordan utviklingen kan antas å være i fremtiden. Vi har konkludert med at skattesatsene som skal legges til grunn, er de historiske. Dette vil si den skattesatsen som var gjeldende for det aktuelle inntektsåret. Skjermingsrenten ble innført med virkning for inntektsåret 2006. I analysen er det lagt til grunn at skjerming tilordnes, og kan benyttes, av skattyter fra og med 2004. Dette er således et brudd mot realiteten, men det gir oss muligheten til å inkludere ytterligere to år i analysen, som anses som gunstig i dette tilfellet. Skjermingsrenten for inntektsårene 2004 og 2005 er beregnet etter samme regler som har vært gjeldende siden innføringen i 2006. Det ligger her til grunn et resonnement om at det vil være en viss kopling

mellom utviklingene til aksjekursene og økonomien. Rentene på statskasseveksler blir satt av markedet, og det er derfor rimelig å tro at disse rentene vil være representative for perioden før innføringen av skjermingsordningen i 2006 (statskasseveksler, 2014).

Analysen tar i alle tilfellene utgangspunkt i at aksjonæren setter kr. 10 000 av til investeringer hver måned. Investoren kjøper like mange aksjer i hvert selskap i det aktuelle utvalget. Dette gjelder uavhengig av om det gjennomføres spleisinger og splittinger. Første innskudd gjennomføres 01.01.2004. Alle innskudd gjøres den første i hver måned. Siste innskudd gjennomføres 01.12.2019. Kurtasjen er satt til 0,04 % av kjøpet for hver transaksjon. Eksempelvis vil kjøp av to like aksjer samtidig føre til én belastning av kurtasje, mens kjøp av én aksje i to forskjellige selskaper fører til to belastninger av kurtasje. En grundigere forklaring av fremgangsmåten er gitt i Vedlegg 9.

I det følgende skiller analysen for de tre utvalgene. Vi ser først på ikke-utbyttebetalende selskaper, deretter på de utbyttebetalende selskapene, og til sist de øvrige selskapene.

4.2.1. Ikke-utbyttebetalende selskaper

Vi ser her på datasettet betegnet «Ikke-utbyttebetalende selskaper». Utvalget består av selskapene Norwegian, SAS AB og Q-Free. SAS AB gjennomførte en spleis 06.06.2010. Analysen hensyntar dette. Vi gjennomgår de to tilpasningsmulighetene til investoren og sammenligner resultatene til slutt.

Det er to tilfeller det vil være interessant å se på i det følgende. For det første er realisasjon ved slutten av datasettet interessant. Dette tidfester vi til 01.01.2020. Det andre tilfellet er å se på realisasjon ved den høyeste samlede kursen for de tre selskapene. Det er en høy latent gevinst pr. 01.01.2017, som vi velger som dette alternative realisasjonstidspunktet. Aksjekursene som legges til grunn ved realisasjon av aksjene er vist i Tabell 14. Tabellen viser at Norwegian er voldsomt overrepresentert. Dette var ikke en tilsiktet virkning av analysen. Ved gjennomgang av utdatamaterialet var det tydelig at denne analysen mer minner om en analyse i retning av å investere i Norwegian-aksjer enn å investere i ikke-utbyttebetalende aksjer. Vi har konkludert med at funnene likevel er representative som utviklinger forårsaket av å investere i ikke-utbyttebetalende aksjer. Dette er forklaringen for hvorfor det er valgt to realisasjonstidspunkter for dette utvalget.

Aksje	Aksjekurs, 01.01.2017	Aksjekurs, 01.01.2020
Norwegian	16 449,250000	3 775,000000
SAS AB	3,429100	3,731896
Q-Free	7,880000	6,800000

Tabell 14: Aksjekurser for utvalget ikke-utbyttebetalende selskaper pr. 01.01.2017 og 01.01.2020.

Ved bruk av investeringsselskap

Ved bruk av investeringsselskap har selskapet allerede ytt skatt med kr. 284,63 som følge av innskuddsrentebeskatningen. Investeringsselskapet sin balanse er vist i Tabell 15 pr. 31.12.2019. Balansen viser en feil på ca. kr. 15,22. Dette skyldes en avrunding ved aksjespleisen til SAS. Dette kan vises ved hjelp av Formel 14. Beregningen viser kapitalinnskudd på kr. 1,92 millioner. Deretter fradrag for anskaffelseskost for porteføljen og kontantbeholdningen pr. 31.12.2019. Renteinntekter legges til, og skattekostnad av renteinntektene trekkes ifra. Differansen på kr. 15,22 er belastet annen egenkapital.

$$1\ 920\ 000 - 1\ 918\ 577,92 - 2\ 187,35 + 1\ 069,40 - (284,63 + 4,28) = 15,22$$

Formel 14: Beregning av beholdningsdifferanse som følge av avvik grunnet spleising av aksjer i utvalget.

Balanse pr. 31.12.2019	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	2 187,35	2 187,35
Aksjer	1 918 577,92	2 011 388,12
Hvorav Norwegian 531 aksjer	1 910 311,80	2 004 525,00
Hvorav SAS 148 aksjer	1 097,43	552,32
Hvorav Q-Free 531 aksjer	7 168,69	6 310,80
Sum eiendeler	1 920 765,27	2 013 575,47
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	760,98	93 571,18
Skyldig skatt	4,29	4,29
Sum egenkapital og gjeld	1 920 765,27	2 013 575,47

Tabell 15: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Balansen i Tabell 15 viser at det er oppnådd en latent gevinst på kr. 93 571,18 (2 013 575,47 – 1 920 000 – 4,29). Den latente gevinsten består av verdien av eiendelene med fradrag for aksjekapital og skyldig skatt. Den skyldige skatten knytter seg til renteinntekter opptjent i 2019. Spørsmålet vi stiller er hvordan dette beskattes om gevinsten realiseres pr. 01.01.2020.

Inng.verdi	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
2004	120 000,00	1 560,00	3 261,84	5 850,34	10 003,40	14 943,53	16 697,79	18 884,96	20 968,23	22 518,88	24 086,59	25 383,37	26 255,67	26 840,69	27 868,58	29 051,53	30 989,20
2005	120 000,00		1 680,00	4 235,28	8 335,04	13 211,78	14 943,53	17 102,63	19 159,16	20 689,92	22 237,50	23 517,64	24 378,75	24 956,26	25 970,96	27 138,72	29 051,53
2006	120 000,00			2 520,00	6 563,16	11 372,56	13 080,40	15 209,69	17 237,84	18 747,45	20 273,67	21 536,14	22 385,35	22 954,89	23 955,58	25 107,22	26 993,62
2007	120 000,00				3 960,00	8 670,48	10 343,20	12 428,69	14 415,12	15 893,68	17 388,51	18 625,01	19 456,76	20 014,59	20 994,69	21 222,65	23 970,24
2008	120 000,00					6 179,28	8 198,15	10 121,12	11 552,45	12 999,53	14 196,53	15 001,70	15 541,71	16 480,50	17 582,43	19 371,00	
2009	120 000,00						1 560,00	3 504,96	5 357,53	6 736,47	8 130,57	9 283,74	10 059,45	10 579,68	11 493,74	12 545,69	14 268,79
2010	120 000,00							1 920,00	3 748,80	5 110,04	6 486,25	7 624,62	8 390,37	8 903,93	9 806,26	10 844,71	12 545,69
2011	120 000,00								1 800,00	4 494,34	5 614,79	6 368,48	6 873,95	7 762,07	8 784,16	10 458,36	
2012	120 000,00									1 320,00	2 654,52	3 758,41	4 500,96	4 998,96	5 873,96	6 880,95	8 530,40
2013	120 000,00										1 320,00	2 411,88	3 146,35	3 638,94	4 504,41	5 500,44	7 131,95
2014	120 000,00											1 080,00	1 806,48	2 293,71	3 149,76	4 134,96	5 748,71
2015	120 000,00												720,00	1 202,88	2 051,30	3 027,71	4 627,07
2016	120 000,00													480,00	1 323,36	2 293,95	3 883,77
2017	120 000,00														840,00	1 806,72	3 390,21
2018	120 000,00															960,00	2 532,48
2019	120 000,00																1 560,00
Sum	1 920 000,00	1 560,00	4 941,84	12 605,62	28 861,60	52 758,35	62 804,20	77 249,07	92 807,81	105 708,69	120 071,49	133 032,13	142 470,32	149 280,21	162 085,17	177 781,85	205 053,01

Tabell 16: Matrise for tilordnet skjerming relativt anskaffelsestidspunkt med årlige innskudd i investeringsselskap på kr. 120 000.

Skjermingsfradraget hentes fra Tabell 16. Første kolonne viser årstallet for innskudd. Deretter vises årets innskudd. Kolonnene bortover viser inntektsåret og opparbeidet skjerming. Med opparbeidet skjerming menes den skjermingen aksjonæren har pr. 31.12 i inntektsåret inkludert tidligere tilordnet skjerming. Nederst vises tilgjengelig skjerming for hvert av årene. Pr. 31.12.2019 er tilordnet skjerming totalt kr. 205 053,01. Merk likevel at dette skjermingsfradraget fordeler seg ulikt på aksjene. Aksjene mottatt i 2004 har et tilgjengelig skjermingsfradrag på kr. 30 989,20 (totalt), mens aksjene anskaffet i 2019 har et tilgjengelig skjermingsfradrag på kr. 1 560,00.

Dersom porteføljen realiseres 01.01.2020, kommer vi frem til gevinstberegningen som vist i Tabell 17.

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
Norwegian	2 004 525,00	99,00	2 004 426,00	1 910 311,80	94 114,20
SAS	552,32	1,00	551,32	1 097,43	(546,11)
Q-Free	3 610,80	1,44	3 609,36	7 168,69	(3 559,33)
Gevinst (tap) ved realisasjon					90 008,76

Tabell 17: Beregning av vinning for investeringsselskap ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper, med realisasjon pr. 01.01.2020.

I tillegg til netto vinning på kr. 90 008,76 har selskapet opptjent renteinntekter på kr. 760,99 etter skatt. Dersom selskapet likvideres pr. 01.01.2020, får aksjonæren en fastsatt alminnelig inntekt som vist i Tabell 18. Det vises her at aksjonæren mottok kr. 2 013 469,74 ved likvidasjon av selskapet som tilsvarer selskapets eiendeler. Det gjøres fradrag for kurtasjekostnader ved realisasjon på kr. 101,44 og skattekostnaden på kr. 4,29. Inngangsverdien for aksjonæren var kr. 1,92 millioner, det vil si aksjekapitalen. Dette fører til en fastsatt alminnelig inntekt på kr. 93 469,74. Dette beløpet fremkommer alternativt som netto eiendeler i selskapet med fradrag for kostnader ved realisasjon av aksjene.

Vederlag ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap	2 013 575,47
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer	- 101,44
- Skattekostnad for selskapet å betale	- 4,29
- Inngangsverdi (aksjekapital)	- 1 920 000,00
= Fastsatt alminnelig inntekt	93 469,74

Tabell 18: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt for aksjonær i investeringsselskap ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Pr. 01.01.2020 har aksjonæren ubenyttet skjerming på kr. 205 053,01. Denne skjermingen er ulikt fordelt på aksjene, slik at det er behov for beregninger for å komme frem til skattbar inntekt. Realisasjonen må fordeles på alle aksjene slik at vederlaget for hver aksje er ca. kr. 1,049, som beregnet i Formel 15.

$$\frac{2\,013\,575,47}{1\,920\,000} - 1 \approx 0,049$$

Formel 15: Fordeling av utgangsverdi på inngangsverdi ved investeringer gjennom investeringsselskap i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Beregningen i Formel 15 forutsetter at det er anskaffet 1,92 millioner aksjer. Dette er ikke en nødvendig forutsetning, og det kunne like gjerne blitt lagt til grunn at en aksje sitt pålydende var kr. 10 000 (lik månedlige innskudd), eller kr. 120 000 (lik årlige innskudd). På grunn av ulempen en rekke desimaler medfører i den videre fremstillingen forutsettes det at hver aksje er pålydende kr. 120 000. En slik verdifordeling kunne blitt oppnådd ved å anskaffe 12 aksjer pålydende kr. 10 000 i etableringsåret, for så å spleise dem til én aksje før utgangen av året. Senere innskudd blir da behandlet som lån til selskapet, men omdannet til aksjekapital i bytte mot en aksje etter innskuddet foretatt i desember. Under denne forutsetningen, kommer vi frem til at vederlaget ved realisasjon for hver aksje var kr. 125 673,11 slik det fremstår i Formel 16.

$$\frac{2\,013\,575,47}{16} = 125\,848,466875 \approx 125\,848,47$$

Formel 16: Fordeling av utgangsverdi på anskaffede aksjer ved investeringer gjennom investeringsselskap i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Vinning pr. aksje kan dermed bestemmes som differansen mellom vederlaget pr. aksje ved realisasjon og inngangsverdien. Hver aksje oppnår da en gevinst på kr. 5 848,47 (125 848,47 – 120 000). Dette blir utgangspunktet for skattleggingen. Etter fastsatt alminnelig inntekt skal det gjøres fradrag for skjerming, og eventuelt ikke-skjernet beløp skal oppjusteres. Skjermingsfradraget er oppad begrenset til gevinsten, og ubenyttet skjerming bortfaller etter realisasjon av aksjene. Tabell 19 viser tilordnet skjerming, benyttet skjerming og oppjustering av ikke-skjermede aksjer.

I første kolonne viser Tabell 19 posten som blir anvendt. I kolonne nummer 2 vises tilordnet skjerming, mens kolonne 3 viser den anvendte skjermingen. Skjerming som ikke anvendes, faller bort. Skjermingen var oppad begrenset til gevinsten pr. aksje på kr. 5 848,47 i dette tilfellet. Dette fører derfor til at gevinstene fra aksjene anskaffet i perioden 2004 – 2013 er skattefrie i sin helhet. For de resterende aksjene, anskaffet i perioden 2014 – 2019, må det ytes skatt av gevinsten etter oppjustering. Oppjusteringsgrunnlaget er differansen mellom realisasjonsgevinsten og skjermingsfradraget. Benyttet skjerming utgjør kr. 80 226,94. Dermed er oppjusteringsgrunnlaget kr. 13 348,53. Oppjusteringsfaktoren er 1,44. Gevinsten oppjusteres derfor med kr. 5 873,35. Skattbar alminnelig inntekt er følgelig kr. 19 221,88, som det skal ytes 22 % skatt av, på kr. 4 228,81.

	Tilordnet skjerming	Benyttet ved skattefastsetting
Fastsatt alminnelig inntekt		93 575,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2004	30 989,20	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2005	29 051,53	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2006	26 993,62	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2007	23 970,24	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2008	19 371,00	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2009	14 268,79	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2010	12 545,69	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2011	10 458,36	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2012	8 530,40	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2013	7 131,95	- 5 848,47
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2014	5 748,71	- 5 748,71
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2015	4 627,07	- 4 627,07
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2016	3 883,77	- 3 883,77
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2017	3 390,21	- 3 390,21
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2018	2 532,48	- 2 532,48
- Fradrag for skjerming på aksje anskaffet i 2019	1 560,00	- 1 560,00
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2014		43,89
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2015		537,42
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2016		864,47
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2017		1 081,63
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2018		1 459,04
+ Oppjustering for gevinst på aksje anskaffet i 2019		1 886,93
= Skattbar alminnelig inntekt		19 221,88

Tabell 19: Beregning av skattbar alminnelig inntekt for aksjonær i investeringsselskap etter investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

I eierperioden har denne tilpasningen ført til skattlegging pålydende kr. 288,91 på grunn av renteinntektene selskapet mottok på sin ikke-investerte kapital. Dermed er samlet skatteytelse på kr. 4 517,72 (4 228,81 + 288,91). Dette svarer til en effektiv skattesats på ca. 4,83 % (4 517,72 / 93 575,47).

Dersom vi heller ser på realisasjon pr. 01.01.2017, kommer vi frem til balansen vist i Tabell 20. Den samme feilen som tidligere eksisterer her også. Formel 17 illustrerer dette.

$$1\,560\,000 - 1\,554\,222,53 - 6\,409,15 + 941,43 - 259,18 = 50,57$$

Formel 17: Beregning av verdidifferanse grunnet feilmargen tilknyttet spleising av aksjer i investeringsperioden.

Beregningen tar utgangspunkt i innbetalt aksjekapital på kr. 1,56 millioner. Anskaffelseskost for porteføljen trekkes ifra; det samme gjelder kontantbeholdningen. Renteinntekter legges til, mens skatt av renteinntektene trekkes ifra. Skatt, inkludert skatt på renteinntekter i 2016, er kr. 259,18.

<u>Balanse pr. 31.12.2016</u>	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	6 409,15	6 409,15
Aksjer	1 554 222,53	7 965 598,23
Hvorav Norwegian 484 aksjer	1 546 577,74	7 961 437,97
Hvorav SAS 101 aksjer	862,32	346,34
Hvorav Q-Free 484 aksjer	6 782,47	3 813,92
Sum eiendeler	1 560 631,68	7 972 007,38
Aksjekapital	1 560 000,00	1 560 000,00
Annen egenkapital	615,50	6 411 991,20
Skyldig skatt	16,18	16,18
Sum egenkapital og gjeld	1 560 631,68	7 972 007,38

Tabell 20: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2016 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Gevinsten ved realisasjon av aksjene er beregnet i Tabell 21, som viser at selskapet oppnår en gevinst på Norwegian-aksjene med kr. 6 414 761,23. De andre aksjene realiseres med tap på kr. 516,98 for SAS-aksjene, og kr. 2 970,08 for Q-Free-aksjene. Den samlede gevinsten utgjør da kr. 6 411 274,17.

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
Norwegian	7 961 437,97	99,00	7 961 338,97	1 546 577,74	6 414 761,23
SAS	346,34	1,00	345,34	862,32	(516,98)
Q-Free	3 813,92	1,53	3 812,39	6 782,47	(2 970,08)
Gevinst (tap) ved realisasjon					6 411 274,17

Tabell 21: Beregning av gevinst og tap for aksjer i investeringsselskap ved realisasjon av alle aksjer pr. 01.01.2017.

Dersom porteføljen realiseres pr. 01.01.2017 har aksjonæren kr. 149 280,21 i ubenyttet skjerming. Vi kommer da frem til skattlegging som vist i Tabell 22.

Vederlag ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap	7 972 007,38
- Inngangsverdi (aksjekapital)	- 1 560 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer i selskapet	- 101,53
- Skatt å betale på selskapets hånd	- 16,18
= Fastsatt alminnelig inntekt	6 411 889,67
- Skjermingsfradrag	- 149 280,21
+ Oppjustering	1 503 026,27
= Skattbar alminnelig inntekt	7 765 635,73
Skatt av skattbar alminnelig inntekt (24 %)	1 863 752,58

Tabell 22: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av skattbar alminnelig inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som investerer i ikke-utbyttebetalende aksjer pr. 01.01.2017.

Tabellen over viser at aksjonæren får en fastsatt alminnelig inntekt på differansen mellom mottatt vederlag ved realisasjon og inngangsverdien (anskaffelseskost for aksjene i investeringsselskapet). Gevinsten pr. aksje er beregnet i Formel 18 til kr. 457 992,12.

$$\frac{6\,411\,889,67}{14} \approx 457\,992,12$$

Formel 18: Fordeling av vederlag pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap pr. 01.01.2017.

Det største skjermingsfradraget er på kr. 26 840,69. Dette betyr at alle skjermingsfradragene kommer til fradrag, på totalt kr. 149 280,21. Differansen mellom fastsatt alminnelig inntekt (fra aksjegevinsten) og skjermingsfradraget utgjør oppjusteringsgrunnlaget, som skal oppjusteres med 1,24 for inntekter i inntektsåret 2017. Oppjusteringen er beregnet til kr. 1 503 026,27, som vist i Formel 19.

$$(6\,411\,889,67 - 149\,280,21) * 0,24 \approx 1\,503\,026,27$$

Formel 19: Beregning av oppjustering ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap pr. 01.01.2017.

Dette vil si at aksjonæren har en skattbar alminnelig inntekt på kr. 7 765 635,73, som det skal ytes 24 % skatt av. Følgelig er den effektive skattesatsen, dersom vi hensyntar skatt betalt på selskapets hånd 28,7 %, slik det er beregnet i Formel 20.

$$\frac{1\,836\,968,58 + 271,12}{6\,411\,889,67} \approx 28,7 \%$$

Formel 20: Beregning av effektiv skattesats for aksjonær ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2017. Skattekostnader til selskapet er hensyntatt.

Ved bruk av aksjesparekonto

Det som skiller aksjesparekontoen og investeringer foretatt gjennom et investeringsselskap er skjermingsfradraget. Ved bruk av aksjesparekonto er skjermingsgrunnlaget det laveste innskuddet i inntektsåret. Skjerming er vist i Tabell 23.

Vi ser at akkumulert skjerming ved bruk av aksjesparekonto avviker en del fra tilordnet skjerming ved bruk av investeringsselskap. Dette er fordi skjermingsgrunnlaget er det laveste innskuddet i året. Skjermingsgrunnlaget blir i 2004 kr. 10 000, som er innskuddet som ble gjort ved etablering av kontoen. I 2005 er skjermingsgrunnlaget kr. 120 000 med tillegg av ubenyttet skjerming fra forrige år. De kr. 120 000 er summen av alle innskuddene som ble gjort på kontoen i 2004, mens de resterende kr. 130 er skjerming tilordnet for inntektsåret 2004. Dette betyr at ingen innskudd gjort i inntektsåret påvirker skjermingsgrunnlaget for det samme inntektsåret.

Den andre forskjellen mellom bruk av aksjesparekonto og investeringsselskap er at aksjesparekontoen ikke får renteinntekter på ubenyttede innskudd. Følgelig blir porteføljens investeringer noe annerledes. Det ble her gjort en interessant observasjon. Med de forutsetninger som er lagt til grunn i

modellen viste det seg at aksjesparekontoen kjøpte flere aksjer enn investerings-selskapet, til tross for at det er tilført mindre penger (ikke tilført renteinntekter) til aksjesparekontoen. Dette skyldes at renteinntektene investerings-selskapet oppnådde førte til at dette selskapet kunne kjøpe aksjer tidligere enn aksjesparekontobrukeren. Etter kjøpet har aksjekursene sunket, slik at aksjesparekontoen kan kjøpe senere, og følgelig får en lavere inngangsverdi. Det er også et poeng at kurtasjekostnadene kan påvirkes av dette. Denne differansen er liten og har ikke direkte betydning for analysen da den vesentligste forskjellen mellom de to tilnærmingene er skjermingsgrunnlaget og følgelig skjerming og skattepliktig inntekt ved realisasjon av investeringene.

Anskaffelsesår	Laveste innskudd	Skjermingsgrunnlag	Skjermingsrente	Tilordnet skjerming i	Akkumulert skjerming
2004	10 000,00	10 000	1,30 %	130,00	130,00
2005	120 000,00	120 130	1,40 %	1 681,82	1 811,82
2006	240 000,00	241 812	2,10 %	5 078,05	6 889,87
2007	360 000,00	366 890	3,30 %	12 107,37	18 997,23
2008	480 000,00	498 997	3,80 %	18 961,89	37 959,13
2009	600 000,00	637 959	1,30 %	8 293,47	46 252,60
2010	720 000,00	766 253	1,60 %	12 260,04	58 512,64
2011	840 000,00	898 513	1,50 %	13 477,69	71 990,33
2012	960 000,00	1 031 990	1,10 %	11 351,89	83 342,22
2013	1 080 000,00	1 163 342	1,10 %	12 796,76	96 138,99
2014	1 200 000,00	1 296 139	0,90 %	11 665,25	107 804,24
2015	1 320 000,00	1 427 804	0,60 %	8 566,83	116 371,06
2016	1 440 000,00	1 556 371	0,40 %	6 225,48	122 596,55
2017	1 560 000,00	1 682 597	0,70 %	11 778,18	134 374,72
2018	1 680 000,00	1 814 375	0,80 %	14 515,00	148 889,72
2019	1 800 000,00	1 948 890	1,30 %	25 335,57	174 225,29

Tabell 23: Beregning av tilordnet skjerming for aksjesparekontoinnehaver.

Vi ser på de to samme realisasjonstidspunktene som over. Aksjesparekontoen har «balansen» vist i Tabell 24 pr. 1. januar 2020. Denne viser at antall aksjer i behold er det samme antallet som for investerings-selskapet. En viktig forskjell er derimot at investerings-selskapet opptjente en annen egenkapital fra et regnskapsteknisk perspektiv, som aksjesparekontoen ikke får. Dette skyldes mottatte innskuddsrenter. Opptjent egenkapital på kr. 93 552,71 skyldes kursgevinster. Dette er en avkastning som overstiger investerings-selskapets avkastning med kr. 2 681,52, ca. 0,14 % som andel av innskutt kapital. Som nevnt over skyldes dette at aksjesparekontoen kjøpte aksjer til en lavere kurs enn investerings-selskapet, som hadde større kjøpekraft som følge av renteinntektene.

Ved realisasjon av investeringen pr. 01.01.2020, kommer vi frem til en realisasjonsgevinst av aksjene eiet av investerings-selskapet på kr. 90 751,27 slik dette fremkommer i Tabell 25. Beregning av skatt er vist i Tabell 26.

<u>Balanse pr. 31.12.2019</u>	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	2 164,59	2 164,59
Aksjer	1 917 835,41	2 008 688,12
Hvorav Norwegian 531 aksjer	1 909 573,67	2 004 525,00
Hvorav SAS 148 aksjer	1 090,56	552,32
Hvorav Q-Free 531 aksjer	7 171,18	3 610,80
Sum eiendeler	1 920 000,00	2 010 852,71
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	-	90 852,71
Skyldig skatt	-	-
Sum egenkapital og gjeld	1 920 000,00	2 010 852,71

Tabell 24: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
Norwegian	2 004 525,00	99,00	2 004 426,00	1 909 573,67	94 852,33
SAS	552,32	1,00	551,32	1 090,56	(539,24)
Q-Free	3 610,80	1,44	3 609,36	7 171,18	(3 561,82)
Gevinst (tap) ved realisasjon					90 751,27

Tabell 25: Beregning av gevinst og tap for aksjer ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2020.

Vederlag ved realisasjon av aksjesparekonto	2 013 552,71
- Inngangsverdi (innskudd)	- 1 920 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer i selskapet	- 101,44
= Fastsatt alminnelig inntekt	93 451,27
- Skjermingsfradrag	- 93 451,27
+ Oppjustering	-
= Skattbar alminnelig inntekt	0,00
Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)	- 0,00

Tabell 26: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjesparekonto pr. 01.01.2020.

Ved skattefastsettelsen er skjermingsfradraget lik den fastsatte alminnelige inntekten fordi skjermingsfradraget overstiger denne. Tilordnet skjermingsfradrag pr. 01.01.2020 er kr. 174 225,29. Det resterende skjermingsfradraget på kr. 80 774,02 (174 225,29 – 93 451,27) faller bort under forutsetningen om at aksjesparekontoen avsluttes. Med andre ord dekker skjermingsfradraget den fastsatte alminnelige inntekten, og det skal ikke betales skatt i dette tilfellet. Dersom aksjesparekontoen ikke opphører vil det resterende skjermingsfradraget eksistere tilhørende en tom aksjesparekonto, og fremføres til bruk i senere år dersom aksjesparekontoen skulle tas i bruk igjen. Dette skjermingsfradraget vil inngå i skjermingsgrunnlaget og forrentes selv uten bruk av kontoen.

Dersom realisasjonen finner sted 01.01.2017, kommer vi frem til «balansen» vist i Tabell 27. Gevinsten bestemmes som vist i Tabell 28. Videre fremkommer realisasjonsbeskatningen som vist i Tabell 29. Tabell 27 til 29 viser at investoren mottar kr. 7 972 118,21 fra aksjesparekontoen (vederlaget ved realisasjon av aksjene med tillegg for kontantbeholdningen på aksjesparekontoen = 7 965 598,23 + 6 519,98). Inngangsverdien trekkes ifra for å komme frem til fastsatt alminnelig inntekt. Skjermingsfradraget pr. 01.01.2017 er kr. 139 065,95, som trekkes ifra fastsatt alminnelig inntekt. Dette gir et grunnlag for oppjustering på kr. 6 272 950,73 (6 412 016,68 – 139 065,95). Oppjusteringsfaktoren er på dette tidspunktet 1,24, som gir en oppjustering på kr. 1 505 508,18 (6 272 950,73 * 0,24). Følgelig er den skattbare alminnelige inntekten på kr. 7 778 458,91, som fører til en skatt på kr. 1 866 830,14, under forutsetningen om at skattesats av alminnelig inntekt på 24 % legges til grunn. Dette gir en effektiv skattesats som vist i Formel 21. Vi ser i dette tilfellet at vi oppnår en høyere effektiv skattesats i forhold til investering gjennom et investeringsselskap.

<u>Balanse pr. 31.12.2016</u>	<u>Anskaffelseskost</u>	<u>Virkelig verdi</u>
Kontantbeholdning	6 519,98	6 519,98
Aksjer	1 553 480,02	7 965 598,23
Hvorav Norwegian 484 aksjer	1 545 839,61	7 961 437,97
Hvorav SAS 101 aksjer	855,45	346,34
Hvorav Q-Free 484 aksjer	6 784,96	3 813,92
Sum eiendeler	1 560 000,00	7 972 118,21
Aksjekapital	1 560 000,00	1 560 000,00
Annen egenkapital	-	6 412 118,21
Skyldig skatt	-	-
Sum egenkapital og gjeld	1 560 000,00	7 972 118,21

Tabell 27: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2016 ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
Norwegian	7 961 437,97	99,00	7 961 338,97	1 545 839,61	6 415 499,36
SAS	346,34	1,00	345,34	855,45	(510,11)
Q-Free	3 813,92	1,53	3 812,39	6 784,96	(2 972,57)
Gevinst (tap) ved realisasjon					6 412 016,68

Tabell 28: Beregning av gevinst og tap ved realisasjon av aksjer i aksjesparekonto ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2017.

Vederlag ved realisasjon av aksjesparekonto	7 972 118,21
- Inngangsverdi (innskudd)	- 1 560 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer, i ASK	- 101,53
= Fastsatt alminnelig inntekt	6 412 016,68
- Skjermingsfradrag	- 139 065,95
+ Oppjustering	1 505 508,18
= Skattbar alminnelig inntekt	7 778 458,91

Skatt av skattbar alminnelig inntekt (24 %) 1 866 830,14

Tabell 29: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i aksjesparekonto og investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper pr. 01.01.2017.

$$\frac{1\,866\,830,14}{6\,412\,016,68} \approx 29,12\%$$

Formel 21: Beregning av effektiv skattesats for investeringer gjennom aksjesparekonto ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper.

4.2.2. Utbyttebetalende selskaper

Utvalget med utbyttebetalende selskaper består av 14 selskaper. De ble valgt ut fordi de har vært børsnotert på Oslo Børs siden før 01.01.2004, og var registrert på Oslo Børs minst til og med 31.12.2019. Selskapene i utvalget er gjengitt i Tabell 30.

ABG Sundal Collier Holding	Kongsberg Gruppen	Sparebanken Vest
AF Gruppen	Lerøy Seafood Group	Tomra Systems
Aurskog Sparebank	Melhus Sparebank	Veidekke
Bonheur	Orkla	Voss Veksel- og Landmandsbank
Byggma	Sparebanken Møre	

Tabell 30: Oversikt over selskaper i utvalget "utbyttebetalende selskaper".

De samme antakelsene legges til grunn som før. Dette vil si at det settes inn kr. 10 000 den første i hver måned. Kurtasjen er 0,04 %, men minst kr. 1,00 og maksimalt kr. 99,00. Investeringselskapet mottar renteinntekter og må yte skatt av dette. Aksjesparekontoen mottar ingen renteinntekter.

Utbytteinntekter er skattepliktig inntekt for investeringselskapet med 3 % av mottatt utbytte. Dette er lagt til grunn i hele datasettet, til tross for at innføringen ikke kom med det samme. Det legges til grunn at skatten som skal ytes for mottatte utbytter, i tillegg til skatt for mottatt renteinntekt, ytes i mai måned året etter inntektsåret. Skattebelastningen reduserer innskuddet i investeringselskapet.

Ved bruk av investeringselskap

Vi ser først på investeringer gjennomført ved bruk av investeringselskap. For dette datasettet er det interessant å se på realisasjon pr. 01.01.2020. Pr. 01.01.2020 har selskapet balansen vist i Tabell 31 (en fullstendig oversikt er gjengitt i Vedlegg 7).

Balanse pr. 31.12.2019	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	6 519,98	6 519,98
Aksjer	2 900 920,69	4 813 868,58
Sum eiendeler	2 907 440,67	4 820 388,56
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	986 230,35	2 899 178,24
Skyldig skatt	1 210,32	1 210,32
Sum egenkapital og gjeld	2 907 440,67	4 820 388,56

Tabell 31: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.

Tabell 31 viser at investeringsselskapet eier kr. 4 813 868,58 i aksjer basert på markedsverdier. I tillegg har selskapet bankinnskudd på kr. 6 519,98. Selskapet er finansiert med kr. 1,92 millioner i aksjekapital, og det foreligger en skatteforpliktelse på kr. 1 210,32 tilknyttet utbytte og renteinntekter i 2019. Selskapet har dermed opparbeidet seg en annen egenkapital på kr. 2 892 895,59 basert på markedsverdier. Gevinstberegningen ved realisasjon av aksjene eiet av investeringsselskapet er gitt i Vedlegg 1.

Det forutsettes at investeringsselskapet likvideres, som fører til skattleggingen vist i Tabell 32.

Vederlag ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap	4 814 105,91
- Inngangsverdi (aksjekapital)	- 1 920 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer, i selskapet	- 1 098,92
- Skatt å betale på selskapets hånd	- 1 210,32
= Fastsatt alminnelig inntekt	2 891 796,67
- Skjermingsfradrag	- 205 053,01
+ Oppjustering	1 182 167,21
= Skattbar alminnelig inntekt	3 868 910,87
<i>Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)</i>	<i>851 160,39</i>

Tabell 32: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utbyttebetalende selskaper ved realisasjon pr. 01.01.2020.

$$\frac{2\,891\,796,67}{16} \approx 180\,737,29$$

Formel 22: Beregning av vederlag pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap etter investeringer i utbyttebetalende selskaper.

Gevinsten pr. aksje er kr. 180 737,29 som vist i Formel 22. Det største skjermingsfradraget er på kr. 30 989,20 (for aksjen anskaffet i 2004). Følgelig kommer all tilordnet skjerming til fradrag. Skjermingsfradraget pr. 01.01.2020 utgjør kr. 205 053,01. Differansen mellom fastsatt alminnelig inntekt (realisasjonsgevinsten) og skjermingsfradraget utgjør grunnlaget for oppjustering. I 2020 er oppjusteringsfaktoren 1,44. Oppjusteringsgrunnlaget er kr. 2 686 743,66 (2 891 796,67 – 205 053,01), og oppjusteringsbeløpet kr. 1 182 167,21 (2 686 743,66 * 0,44). Dette fører til en skattbar alminnelig inntekt på kr. 3 868 910,87 (2 891 796,67 – 205 053,01 + 1 182 167,21). Fastsatt skatt av inntekten er dermed kr.

851 160,39 (3 868 910,87 * 22 %). Denne skattleggingen fører til en effektiv skattesats på aksjonærens hånd på ca. 29,4 %, som vist i Formel 23.

$$\frac{851\,160,39}{2\,891\,796,67} \approx 29,4\%$$

Formel 23: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av investeringsselskap til å investere i utbyttebetalende selskaper.

Ved bruk av aksjesparekonto

Ved bruk av aksjesparekonto blir det ikke tilordnet innskuddsrente på ubenyttet kapital. Videre er ikke utbytte skattepliktig i det hele tatt før det tas ut av aksjesparekontoen. Dette fører til en noe annerledes skattlegging. Vi ser fremdeles på realisasjon pr. 01.01.2020. Aksjesparekontoen sin «balanse» pr. 31.12.2019 er vist i komprimert format i Tabell 33. En komplett oversikt er gjengitt i Vedlegg 8.

Balanse pr. 31.12.2019	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	1 857,05	1 857,05
Aksjer	2 906 212,73	4 821 398,38
Sum eiendeler	2 908 069,78	4 823 255,43
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	988 069,78	2 903 255,43
Skyldig skatt	-	-
Sum egenkapital og gjeld	2 908 069,78	4 823 255,43

Tabell 33: «Balanse» for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.

Tabell 33 viser at aksjesparekontoen har eiendeler til en verdi av kr. 4 823 255,43. Det er satt inn kr. 1,92 millioner. Dette fører til en opptjent kapital på aksjesparekontoen på kr. 2 903 255,43 basert på markedsverdiene av aksjene. Som for investeringsselskapet, kommer vi frem til en oversikt over realisasjonsgevinst eller -tap for det enkelte selskapet. Denne oversikten er gjengitt i Vedlegg 2. Realisasjonsbeskatningen er vist i Tabell 34.

Vederlag ved realisasjon av aksjesparekonto	4 823 255,43
- Inngangsverdi (innskudd)	- 1 920 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer, i ASK	- 1 099,47
= Fastsatt alminnelig inntekt	2 902 155,96
- Skjermingsfradrag	- 215 679,54
+ Oppjustering	1 182 049,62
= Skattbar alminnelig inntekt	3 868 526,04

Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %) 851 075,73

Tabell 34: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjesparekonto etter investeringer i utbyttebetalende selskaper og realisasjon pr. 01.01.2020.

Tabell 34 viser at vederlaget ved realisasjonen av aksjesparekontoen er kr. 4 823 255,43. Dette er verdien av aksjene med tillegg for kontantbeholdningen. Inngangsverdien på kr. 1,92 millioner trekkes

ifra. Kostnadene for å realisere aksjene trekkes ifra med kr. 1 099,47. Dette gir en fastsatt alminnelig inntekt på kr. 2 902 155,96. Ubenyttet skjerming pr. 01.01.2020 er kr. 215 679,54, som kommer til fradrag. Dette gir et oppjusteringsgrunnlag på kr. 2 686 476,42 (2 902 155,96 – 215 679,54). Oppjusteringsfaktoren er 1,44 slik at det legges til kr. 1 182 049,62. Den skattbare alminnelige inntekten er dermed kr. 3 868 526,04. Aksjonæren må yte skatt med kr. 851 075,73. Dette vil si en effektiv skattesats på ca. 29,3 % som vist i Formel 24.

$$\frac{851\,075,73}{2\,902\,155,96} \approx 29,3\%$$

Formel 24: Beregning av effektiv skattesats for bruk av aksjesparekonto ved investeringer i utbyttebetalende selskaper.

4.2.3. Øvrige selskaper

Det siste utvalget av børsnoterte selskaper, er selskaper som har betalt utbytte, men ikke hvert år. Dette utvalget består av de 23 selskapene gjengitt i Tabell 35. Vi ser igjen på de to investeringsmetodene. Først ser vi på investering gjennom et investeringsselskap, deretter ved investeringer foretatt gjennom en aksjesparekonto. Det sees bare på realisasjon pr. 1. januar 2020.

DOF	Frontline	Goodtech
Gyldendal	Helgeland Sparebank	Hexagon Composites
Jinhui Shipping and Transportation	Kitron	Nordic Semiconductor
Norsk Hydro	Odfjell, serie A	Odfjell, serie B
Olav Thon Eiendomsselskap	Photocure	Prosafe
Sandnes Sparebank	Sparebanken Øst	Stolt-Nielsen
Storebrand	Subsea 7	Telenor
TGS-NOPEC Geophysical Company	Totens Sparebank	

Tabell 35: Oversikt over selskaper i utvalget «Øvrige selskaper».

Ved bruk av investeringsselskap

Balansen til investeringsselskapet pr. 31.12.2019 er vist i Tabell 36 (en fullstendig oversikt er gjengitt i Vedlegg 3). Tabell 36 viser at investeringsselskapet har anskaffet aksjer for kr. 2 435 507,73, mens virkelig verdi for disse aksjene er kr. 3 207 470,63. Dette er finansiert gjennom aksjekapital pålydende kr. 1,92 millioner og annen egenkapital. Opptjent annen egenkapital er kr. 515 877,88, som skyldes mottatte utbytteinntekter og renteinntekter på ubenyttet kapital. Tilknyttet utbytteinntekter og renteinntekter i 2019 foreligger det en betalbar skatt på kr. 535,98. Annen egenkapital basert på markedsverdier overstiger annen egenkapital basert på anskaffelseskost på grunn av urealiserte kursgevinster. Urealiserte kursgevinster (og tap) utgjør netto kr. 771 948,92 (1 287 826,78 – 515 877,86).

Gevinst- og tapsberegningen ved realisasjon av aksjene er gjengitt i Vedlegg 4. Under forutsetningen om likvidasjon av selskapet, fremkommer beskatningen vist i Tabell 37, som viser at fastsatt alminnelig

inntekt bestemmes som vederlaget ved realisasjon (uttaket fra selskapet) med fradrag for inngangsverdien i selskapet (aksjekapitalen) og kurtasje ytt ved realisasjon av aksjene, samt med fradrag for skatt som må ytes av selskapet. Dette utgjør kr. 1 286 969,85, som fordeles på de 16 aksjene. Gevinst for hver aksje bestemmes derfor til kr. 80 435,62 som beregnet i Formel 25.

Intet skjermingsfradrag overstiger gevinsten for den enkelte aksje, som betyr at alle skjermingsfradragene blir anvendt. Skjermingsfradraget trekkes ifra med kr. 205 053,01. Dette gir et oppjusteringsgrunnlag på kr. 1 081 916,84 (1 286 969,85 – 205 053,01), som oppjusteres med faktoren 1,44. Det tillegges derfor kr. 476 043,41 som oppjustering, slik at skattbar alminnelig inntekt blir kr. 1 557 960,25. Følgelig må aksjonæren yte skatt med kr. 342 751,26. Dette fører til en effektiv skattesats på ca. 26,6 % som vist i Formel 26.

Balanse pr. 31.12.2019	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	906,13	906,13
Aksjer	2 435 507,71	3 207 456,63
Sum eiendeler	2 436 413,84	3 208 362,76
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	515 877,86	1 287 826,78
Skyldig skatt	535,98	535,98
Sum egenkapital og gjeld	2 436 413,84	3 208 362,76

Tabell 36: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019 ved investeringer i øvrige selskaper.

Vederlag ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap	3 208 376,76
- Inngangsverdi (aksjekapital)	- 1 920 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer, i selskapet	- 870,93
- Skatt å betale på selskapets hånd	- 535,98
= Fastsatt alminnelig inntekt	1 286 969,85
- Skjermingsfradrag	- 205 053,01
+ Oppjustering	476 043,41
= Skattbar alminnelig inntekt	1 557 960,25
Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %)	342 751,25

Tabell 37: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utvalget «øvrige selskaper».

$$\frac{1\,286\,969,85}{16} \approx 80\,435,62$$

Formel 25: Beregning av gevinst pr. aksje ved realisasjon av aksjer i investeringsselskap som har investert i utvalget "øvrige selskaper".

$$\frac{342\,751,26}{1\,286\,969,85} \approx 26,6\%$$

Formel 26: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av investeringsselskap til å investere i utvalget "øvrige selskaper".

Ved bruk av aksjesparekonto

Som før skiller aksjesparekontoen seg fra investeringselskapet ved at det ikke mottar renteinntekter på ubenyttet kapital, og at det ikke skal skattes av mottatte utbytteinntekter. Aksjesparekontoen har en «balanse» pr. 31.12.2019 som vist i Tabell 38 (en komplett oversikt er gjengitt i Vedlegg 5).

Tabell 38 viser at aksjesparekontoen har ført til en opptjent kapital på kr. 1 293 493,65. Dette skyldes både kursgevinster og mottatte utbytteinntekter. Mottatte utbytteinntekter er kr. 519 907,21 slik det fremkommer som opptjent kapital under kolonnen for anskaffelseskost. Gevinst- og tapsberegningen for aksjene i aksjesparekontoen er vist i Vedlegg 6.

Ved realisasjon av aksjene og opphør av aksjesparekontoen pr. 1. januar 2020 kommer vi frem til skattleggingen som vist i Tabell 39. Vederlaget ved realisasjon er markedsverdiene av aksjesparekontoens eiendeler. Inngangsverdien, det vil si innskuddene med kr. 1,92 millioner, trekkes ifra. I tillegg trekkes realisasjonskostnadene ifra med kr. 871,90 for kurtasje. Dette gir en fastsatt alminnelig inntekt på kr. 1 292 621,69. Skjermingsfradraget utgjør pr. 01.01.2020 kr. 174 225,29. Dette kommer til fradrag. Følgelig er oppjusteringsgrunnlaget kr. 1 118 396,40. Oppjusteringsfaktoren er 1,44, slik at det tillegges kr. 492 094,42 for å komme frem til skattbar alminnelig inntekt på kr. 1 610 490,82. Det skal ytes skatt med 22 % av dette beløpet, slik at aksjesparekontoens innehaver må yte kr. 354 307,98 i skatt. Effektiv skattesats er ca. 27,41 %, som vist i Formel 27.

Balanse pr. 31.12.2019	Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning	1 879,70	1 879,70
Aksjer	2 438 027,51	3 211 613,95
Sum eiendeler	2 439 907,21	3 213 493,65
Aksjekapital	1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital	519 907,21	1 293 493,65
Skyldig skatt	-	-
Sum egenkapital og gjeld	2 439 907,21	3 213 493,65

Tabell 38: "Balanse" for aksjesparekonto pr. 31.12.2019 ved investeringer i utvalget "øvrige selskaper".

Vederlag ved realisasjon av aksjesparekonto	3 213 493,59
- Inngangsverdi (innskudd)	- 1 920 000,00
- Kurtasje ved realisasjon av aksjer, i ASK	- 871,90
= Fastsatt alminnelig inntekt	1 292 621,69
- Skjermingsfradrag	- 174 225,29
+ Oppjustering	492 094,42
= Skattbar alminnelig inntekt	1 610 490,82

Skatt av skattbar alminnelig inntekt (22 %) 354 307,98

Tabell 39: Beregning av fastsatt alminnelig inntekt, skattbar alminnelig inntekt og skatt av inntekt for aksjesparekontoinnehaver ved realisasjon av aksjesparekonto pr. 01.01.2020 etter investeringer i utvalget "øvrige selskaper".

$$\frac{354\,307,98}{1\,292\,621,69} \approx 27,41\%$$

Formel 27: Beregning av effektiv skattesats ved bruk av aksjesparekonto for å investere i utvalget "øvrige selskaper".

4.2.4. Sammenligning

I det overgående er det gjennomgått åtte realisasjoner. Det ble gjennomgått to realisasjonstidspunkter for ikke-utbyttebetalende børsnoterte selskaper, i alt fire realisasjoner. Det ble så gjennomgått realisasjon for utbyttebetalende selskaper, og til sist realisasjon av investeringer i selskaper som har betalt utbytte, men ikke hvert år – de «øvrige» selskapene. Tilpasningene ble ulike avhengig av valgt investeringsmetode; aksjesparekonto eller investeringsselskap.

Analysegrunnlag	Realisasjon	Investeringselskap	Aksjesparekonto	Differanse
Ikke-utbyttebetalende selskaper		Investeringselskap	Aksjesparekonto	Differanse
	01.01.2017			
Bruttoavkastning		6 411 889,67	6 412 016,68	- 127,01
Skatt på aksjonærens hånd		1 863 752,58	1 866 830,14	- 3 077,56
Nettoavkastning		4 548 137,09	4 545 186,54	2 950,55
<i>Effektiv skattesats for aksjonær</i>		<i>29,07 %</i>	<i>29,11 %</i>	
	01.01.2020			
Bruttoavkastning		93 469,74	93 451,27	18,47
Skatt på aksjonærens hånd		4 228,81	-	4 228,81
Nettoavkastning		89 240,93	93 451,27	- 4 210,34
<i>Effektiv skattesats for aksjonær</i>		<i>4,52 %</i>	<i>0,00 %</i>	
Utbyttebetalende selskaper		Investeringselskap	Aksjesparekonto	Differanse
	01.01.2020			
Bruttoavkastning		2 891 796,67	2 902 155,96	- 10 359,29
Skatt på aksjonærens hånd		851 160,39	851 075,73	84,66
Nettoavkastning		2 040 636,28	2 051 080,23	- 10 443,95
<i>Effektiv skattesats for aksjonær</i>		<i>29,43 %</i>	<i>29,33 %</i>	
Øvrige selskaper		Investeringselskap	Aksjesparekonto	Differanse
	01.01.2020			
Bruttoavkastning		1 286 969,85	1 292 621,69	- 5 651,84
Skatt på aksjonærens hånd		342 751,26	341 175,27	1 575,99
Nettoavkastning		944 218,59	951 446,42	- 7 227,83
<i>Effektiv skattesats for aksjonær</i>		<i>26,63 %</i>	<i>26,39 %</i>	

Tabell 40: Sammenligning av investeringsmuligheter og avkastning ved investeringer i de tre utvalgene.

Tabell 40 viser at ved investeringer i ikke-utbyttebetalende selskaper kommer investeringsselskapet best ut fra aksjonærens synspunkt ved høye gevinster. Bruttoavkastning er lavere ved bruk av investeringsselskapet. Som tidligere påpekt er dette lite intuitivt, ettersom investeringsselskapet mottar

renteinntekter på ubenyttet kapital, mens aksjesparekontoen ikke oppnår denne fordelene. Forklaringen for at dette skjer er at aksjesparekontoen ikke vil kunne anskaffe aksjer på samme tidspunkt som investeringsselskapet i starten av året når renteinntektene mottas. Aksjesparekontoen kan kjøpe aksjer på et senere tidspunkt, som da forutsetter at aksjekursene har sunket, hvilket fører til en lavere inngangsverdi og følgelig en høyere utgangsverdi, relativt investeringsselskapet, på realisasjonstidspunktet. Denne meravkastningen beløper seg til kr. 127,01. På grunn av ulikt skjermingsfradrag må realisasjon fra aksjesparekontoen skattlegges høyere enn realisasjonen fra investeringsselskapet, som fører til at avkastning fra investeringsselskapet overstiger avkastningen i aksjesparekontoen med kr. 2 950,55, eller ca. 0,046 %. Denne meravkastningen er derfor marginal.

Kort oppsummert blir det ulik avkastning ved de to investeringsmetodene på grunn av skjermingen. En marginalt høyere utgangsverdi før skatt for aksjesparekontoen blir nedjustert av et høyere skattegrunnlag. Dette fremkommer av de effektive skattesatsene. Differansen på ca. 0,04 % tilsvarer effekten av skjermingsfradraget.

Det motsatte er tilfellet ved realisasjon i et «dårlig» marked. Realisasjon av ikke-utbyttebetalende selskaper med en avkastning som ikke overstiger skjermingsfradraget fører til at aksjonæren som investerte gjennom aksjesparekonto ikke blir skattlagt i det hele tatt, og mottar en skattefri gevinst på kr. 93 451,27. Investoren som investerte gjennom investeringsselskapet blir skattlagt med kr. 3 919,46 av en lavere avkastning. Aksjesparekontoen oppnådde en meravkastning på ca. 4,72 %. Dette er en differanse som neppe kan anses som marginal.

Når vi ser til utbyttebetalende selskaper skattlegges også aksjesparekontoen lempeligere enn investeringsselskapet. Dette skyldes dels ulike skjermingsfradrag og dels ulike avkastninger. I dette tilfellet har aksjesparekontoen en avkastning som overstiger investeringsselskapet sin avkastning med kr. 10 359,29, eller ca. 0,36 %, basert på bruttoavkastning. Ytt skatt er tilnærmet likt med en differanse på kr. 84,66, mens den effektive skattesatsen på aksjonærens hånd er ca. 0,10 prosentpoeng lavere for aksjesparekontogevinsten eller for investeringsselskapsgevinsten. Nettoavkastningen ved bruk av aksjesparekonto er ca. 0,51 % høyere. Avvikene vi ser her er svært små.

For det siste utvalget, bestående av øvrige selskaper, viser det seg også at aksjesparekontoen kommer best ut. Bruttoavkastningen er kr. 5 651,84 høyere for aksjesparekontoen, eller ca. 0,44 % høyere sammenlignet med investeringsselskapet. Igjen, med en høyere avkastning, skattlegges aksjesparekontoen lempeligere enn aksjonæren til investeringsselskapet, med ca. 0,24 prosentpoeng. Nettoavkastningen er kr. 7 227,83 høyere for aksjesparekontoen enn investeringsselskapet, som svarer til en meravkastning på ca. 0,77 %.

5. Konklusjon

Vi returnerer så til oppgavens problemstilling: Er aksjesparekontoen likeverdig bruk av et investerings-selskap med hensyn til avkastning? En subsidiær problemstilling var hvilken ordning som yter mest skatteinntekter til staten.

For å besvare denne problemstillingen tok vi utgangspunkt i lovtekstene og forarbeidene til disse. Det ble så gjennomført en caseanalyse hvor vi så på avkastningen til de to respektive ordningene, under de samme økonomiske forutsetningene i tre ulike tilfeller.

Formålet med aksjesparekontoen er å gi småsparere muligheten til å utnytte fritaksmetodens muligheter uten å måtte opprette et aksjeselskap. Det er klart at det er kostbart å drive et selskap, selv om det ikke eksisterer drift i selskapet. Det må årlig leveres skattemelding for selskapet, og for aksjeselskaper må det årlig utarbeides et årsregnskap. Denne problemstillingen ble allerede presentert i forarbeidene til fritaksmetoden med henvisning til at ordningen ville være spesielt gunstig for allerede bemidlede mennesker. Først i 2017 ble denne ordningen tilpasset småspareren gjennom ordninger med aksjesparekonto, men da med beskatning av mottatte utbytteinntekter. Dette har siden blitt endret.

Et spørsmål vi stiller oss er hvorvidt den gjennomførte analysen er tilstrekkelig for å komme med en endelig konklusjon på problemstillingen. Det burde være klart at den analysen og drøftingen som er gjennomført er kompleks. Det ble tidlig gjort et valg om å ikke hensynta mer kompliserende elementer enn det som var nødvendig for å belyse problemstillingen i rimelig grad. Gjennom arbeidet har denne begrensningen dels vært velkommen, og dels vært hemmende. Vi har en nysgjerrighet som ikke har latt seg tilfredsstille. Begrensningene henger dels sammen med at det ikke, så vidt vi er kjent, er gjort en tilsvarende analyse tidligere.

På den ene siden er det lagt til grunn antakelser som virker rimelige for investorer. På den annen side er det klart at det kan eksistere tilpasningsmuligheter som analysen ikke har hensyntatt. Eksempelvis ville det ikke være unaturlig for et investerings-selskap å kontinuerlig spleise aksjene til én aksje, som fører til at utnyttelse av skjermingsfradraget ikke blir oppdelt slik det fremkommer i analysen. En tilsvarende løsning burde kunne utnyttes ved bruk av aksjesparekonto, slik at investoren etablerer en ny aksjesparekonto for hvert innskudd, som kan spleises på lik linje som aksjene i investerings-selskapet på et senere tidspunkt. Dette burde føre til at aksjesparekontoen ikke mister skjermingsfradrag tilknyttet innskudd gjort senere i året og opplever det ødeleggende tapet av skjerming. Det kan da stilles spørsmål ved om dette er tilpasninger som burde fanges opp av gjennomskjæringsregelen i skatteloven § 13-2. Det samme gjelder for øvrig for spleising av aksjer i investerings-selskapet.

Det må likevel presiseres at det er lagt til grunn kontinuerlige innskudd. Dette er en forutsetning som ikke nødvendigvis vil gjøre seg gjeldende i praksis. Noen investorer vil gjerne velge å investere en stor

sum penger uten å gjøre ytterligere innskudd løpende, eller i det hele tatt. Disse investorene vil gjerne være interesserte i å ta ut et utbytte i form av kontanter, eller gjennomføre utdelinger på andre måter, løpende gjennom investeringenes levetid. Dette er ikke hensyntatt, noe som burde belyses.

Fra et overordnet synspunkt virker det rimelig at de to tilpasningsmulighetene er tilnærmet likeverdige. Drøftingen over viser til to ulike konklusjoner. I det første tilfellet ser vi på en teoretisk tilnærming, der investeringsselskapet fremstår som den klart gunstigste løsningen sett fra aksjonærens synsvinkel. Gjennomgangen av casene, som synes å representere virkeligheten bedre, viser det motsatte tilfellet.

Mens både den teoretiske tilnærmingen og den mer 'praktiske' case-tilnærmingen viser til ulike resultater, er det viktig å være bevisst at ingen av dem sannsynligvis representerer realiteten. Den teoretiske tilnærmingen har ikke hensyntatt eventuelle utbytteinntekter som fører til beskatning på selskapets hånd. I tillegg har den ikke, på lik linje som casene, presentert de merkostnadene som hører sammen med bruk av et investeringsselskap. Mangelen av skattleggingen av utbytteinntektene kan dels forsvares av at de kan bli 'spist opp' av andre fradragsberettigede kostnader, som for eksempel kostnader til regnskapsføring. Konsekvensen av dette er at det ikke nødvendigvis skattes av utbytteinntektene på selskapets hånd likevel, slik som casene har forutsatt. Motstykket er at dersom det ikke skal betales skatt, må kostnadene overstige skattepliktige utbytteinntekter. Dette resonnementet taler for at merkostnadene til investeringsselskapet neppe kan gjøre det gunstigere enn aksjesparekontoordningen når det kommer til avkastning.

Konklusjonen vi ender opp med er at investeringsselskapet er marginalt bedre for investorer ved investeringer i en periode på minst to år ved en teoretisk tilnærming på grunn av skjermingsreglene. Meravkastningen konvergerer deretter mot null. I praksis er ordningene mer eller mindre likeverdige, men aksjesparekontoen burde føre til en større nettoavkastning. Denne konklusjonen er basert på at det gjøres kontinuerlige innskudd, og ulikheten i avkastningen skyldes i det vesentligste skjermingsfradraget. Det er et poeng at investeringer i utbyttebetalende selskaper fører til beskatning på investeringsselskapets hånd. I den gjennomførte analysen blir denne skattebelastningen delvis dekket av renteinntekter. Ved større investeringer er det sannsynlig at slike renteinntekter vil dekke en betydelig mindre andel av skattekostnaden. Det er lite som taler for at investering gjennom investeringsselskap er mer gunstig enn ved bruk av aksjesparekonto når det investeres i utbyttebetalende selskaper.

Det ble vist i gjennomgangseksempelet i kapittel 2.6 at kortsiktige investeringer gjennom aksjesparekontoordningen kan føre til en betydelig beskatning og nettoavkastning som ikke overstiger avkastningen ved bruk av aksjonærmodellen ved direkte investeringer. Denne forskjellen i nettoavkastning oppstår på grunn av skjermingsfradraget. En stor og iøynefallende forskjell på kort sikt kan dermed

være ødeleggende for ordningens hensikt. Det er sannsynlig at lovgivers intensjon ved å velge det laveste innskutte beløpet i løpet av inntektsåret på aksjesparekontoen som skjermingsgrunnlag er å ikke tillate «årsskifteinnskudd» som ville økt skjermingsgrunnlaget. Det er da ironisk å legge merke til at det laveste innskuddet i løpet av året kan oppstå etter 1. januar i inntektsåret. Dette vil si at tilbyderer av aksjesparekontoordningen må holde en oversikt over innskudd og uttak. Å ikke basere skjermingsgrunnlaget på årlig gjennomsnittlig innskudd er dermed neppe en gunstig løsning. Skjermingsgrunnlaget til aksjesparekontoordningen vil i en oppsparings- eller innskuddsperiode alltid være mindre gunstig enn bruk av investeringsselskapet, eller investeringer foretatt direkte i markedet fra egen hånd for den del, når vi ser bort fra utdelinger fra investeringsobjektet. Lovgiver oppfordres av denne grunn til å vurdere andre skjermingsgrunnlag for aksjesparekontoen enn årets laveste innskudd.

Resultatene fra denne undersøkelsen peker i retning av at bruken av investeringsselskaper og aksjesparekonto ved investeringer på Oslo Børs er tilnærmet likeverdige. Det kan likevel påpekes at aksjesparekontoen har visse fordeler, selv med det ugunstige skjermingsgrunnlaget. Det viste seg eksempelvis at realisasjon i et marked det ikke kan oppnås betydelig avkastning på kan gi en helt skattefri inntekt for innehaver av aksjesparekonto mens aksjonæren i investeringsselskapet likevel måtte yte skatt og tåle en betydelig lavere avkastning. Dette er dog under forutsetning om at aksjene i investeringsselskapet ikke spleises til én aksje, som ville ført til inntektene fra investeringsselskapet også ville vært skattefrie i sin helhet. Dersom slik spleising av aksjer ikke fanges opp av gjennomskjæringsregelen er konklusjonen utvilsomt at investeringsselskapet er gunstigere.

5.1. Videre forskning

Som konklusjonen over henviser til er det visse forenklinger som er lagt til grunn for analysen. Det ville være svært interessant å se disse forenklingene belyst i videre forskning. Spesielt interessant ville det være å se hvor store kostnadene med drift av investeringsselskaper er, og hvorvidt, eller i hvilken grad, slike kostnader fører til at utbytteinntekter likevel ikke blir skattepliktig på selskapets hånd.

Andre viktige spørsmål å ta stilling til er hvor aktuelle investeringsselskaper egentlig er for investeringer utelukkende i børsnoterte aksjer og egenkapitalbevis. Slik vi ser det, burde det gjennomføres en analyse som sammenligner bruk av aksjonærmodellen ved direkte investeringer, sammenlignet med aksjesparekontoordningen. Det er lite som taler for at aksjonærmodellen ved direkte investeringer kan måle seg mot aksjesparekontoordningen, men skjermingsfradraget vil være en betydelig faktor. Det blir utvilsomt tilordnet mer skjerming ved direkte investeringer på kort sikt, og spørsmålet er derfor hvor stor effekten er av at skjermingsfradraget blir benyttet ved 'første og beste anledning'.

Skjermingsproblemet generelt burde også belyses bedre. Det er for det første et spørsmål om hvorvidt gjennomskjæringen har til hensikt å stoppe spleising av aksjer i investeringsselskaper. Videre er det et

spørsmål om aksjer i investeringsselskaper blir spleiset med den hensikt å samordne skjerming. Det tredje spørsmålet er om slike tilpasninger, dersom det er lovgivers intensjon å stoppe det, blir stoppet.

Det vært interessant å få innblikk i resonnementene og begrunnelsene som fører til valg av å etablere et investeringsselskap. Hvilke eventuelle andre andeler det investeres i ville derfor vært av interesse å få innsyn i. Med andre ord er det interessant å finne ut om det også burde være andre typer eierandeler som burde bli inkludert i aksjesparekontoordningen.

Den siste oppfordringen vi har er å se på konsekvensene ved andre caser. Vi startet med et ønske om å vurdere tre typer caser. For det første var det interessant å se på hvilke konsekvenser det får når man driver med oppsparing. Andre spørsmål som gjenstår, er konsekvensene av å bare investere ett beløp som forvaltes over en lengre tidsperiode. Til sist er det et spørsmål hvordan tilpasningene fører til skattlegging, og avkastning, i en uttaksperiode. Med dette menes at det er gjennomført en oppsparings- eller 'passiv kapitalforvaltnings-'periode som deretter skal realiseres gradvis. Det må naturligvis legges til grunn at en viktig del av aksjesparekontoordningen skal være at private investorer kan forvalte sin egen pensjonskapital i markedene og avvente med beskatning. Før det er særlig aktuelt for slike investorer å realisere eiendelene sine i aksjesparekontoordningen burde dette bli belyst.

5.2. Avsluttende refleksjoner

Vi startet på oppgaven med mye entusiasme og motivasjon. Etter kort tid viste det seg likevel at arbeidet ikke var like «rett frem» som det vi en gang trodde. Arbeidet med casene ble mer omfattende enn det vi hadde sett for oss i utgangspunktet. Videre opplevde vi raskt at det er svært begrenset med plass i en bacheloroppgave, selv om det virker endeløst på starten.

Oppgaven presiserer at det er forskjeller mellom de to ordningene. Et spørsmål vi sitter igjen med er hvor mye denne forskjellen betyr for investorer. Det er her lagt til grunn en forutsetning om at investoren bare forholder seg til Oslo Børs. Det er klart at det finnes andre investeringsmuligheter som kan være aktuelle, spesielt innenfor selskapssektoren. Hvor spredt disse investeringene er i kategorisk omfang er noe som ville vært interessant å se på videre. Eksempelvis har investeringsselskaper muligheten til å investere i andre selskaper som ikke er børsnoterte, men det er et spørsmål om dette blir utnyttet slik. Videre er det et spørsmål hvilke konsekvenser det ville medført om også aksjesparekontoen fikk denne muligheten. Det er innført visse skattelettelser for investorer som investerer i nyetablerte selskaper. Følgelig stilles det spørsmål ved hvorfor dette ikke lar seg være en del av aksjesparekontoen, spesielt med tanke på de politiske mål som er rettet mot nyetablerte bedrifter og problemstillinger knyttet til kapitaltilførsel til slike nye selskaper.

Hadde vi hatt tid, hadde vi ønsket å inkludere de nevnte problemstillinger og spørsmål vi ikke har hatt muligheten til å se nærmere på.

6. Litteraturliste

AksjeNorge (2020) *Aksjesparekonto*. Tilgjengelig fra: <https://aksjenorge.no/aksjesparing/aksjesparekonto/> (Hentet: 22. april 2021).

Aksjonærforeningen (u.å.) *KLAS-prosjektet*. Tilgjengelig fra: <https://www.aksjonaerforeningen.no/aksjesparing/klas-prosjektet> (Hentet: 22. april 2021).

Alminnelig inntekt (u.å.) Skatteetaten. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/> (Hentet: 28. april 2021).

Alstadsæter, A., Kopczuk, W. og Telle, K. (2013) Are closely-held firms tax shelters?, *Discussion Papers*. Nr. 764. Statistics Norway.

Avkastning (u.å.) AksjeNorge. Tilgjengelig fra: <https://aksjenorge.no/aksjesparing/risiko-og-avkastning/avkastning/> (Hentet: 28. april 2021).

Amundsen, B. (2021) Unge tjener minst penger på aksjer, *Forskning.no*. Tilgjengelig fra: <https://forskning.no/finans/unge-tjener-minst-penger-pa-aksjer/1841158> (Hentet: 8. mai 2021).

Bjørnstad, H., m.fl. (2010) *Matematikk for økonomi og samfunnsfag*. 8. utg. Kristiansand: Høyskoleforlaget.

Brønnøysundregistrene (2021) *Gebyr for registrering og tinglysing*. Tilgjengelig fra: <https://www.brreg.no/bedrift/gebyr-for-registrering-og-tinglysing/> (Hentet: 9. april 2021).

Bøhren, Ø. og Gjørum, P.I. (2016) *Finans: innføring i investering og finansiering*. Berge: Fagbokforlaget.

Dahle, T. (2021) *Godtgjørelses- og RISK-systemet*. Høgskulen på Vestlandet, Bergen. Upublisert.

Delingsmodellen (2017), i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/delingsmodellen> (Hentet: 28. april 2021).

Delvis ikrafttr. av lov 2004:77. *Delvis ikrafttredelse av lov 10. desember 2004 nr. 77 om endringer i skatte- og avgiftslovgivningen mv.*

Endr. I FSFIN forskrift til skatteloven. *Forskrift om endring i forskrift 31. mai 2017 nr. 673 til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14.*

Endr. I FSFIN. *Forskrift om endring i forskrift 14. desember 2005 nr. 1463 til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14.*

Endringslov til endringslov til skatteloven. *Lov om endring i lov 20. desember 2018 nr. 102 om endring i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Endringslov til endringslov til skatteloven. *Lov om endringer i lov 20. desember 2016 nr. 111 om endring i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Endringslov til endringslov til skatteloven. *Lov om endringer i lov 14. desember 2007 nr. 107 om endringer i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Endringslov til skatteloven. *Lov om endringer i lov 12. desember 2008 nr. 99 om endring i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Endringslov til skatteloven. *Lov om endringer i lov 18. desember 2015 nr. 115 om endringer i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Endringslov til skatteloven. *Lov om endringer i lov 9. desember 2011 nr. 52 om endring i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Euronext (2021) *Stocks Oslo*. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/list> (Hentet: 7. mai 2021).

Euronext (u.å.) *Stocks Oslo*. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/list> (Hentet: 3. februar 2021).

Finansavtaleloven. *Lov 25. juni 1999 nr. 46 om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven).*

Finansdepartementet (2017) *Høringsnotat – Forslag til forskriftsbestemmelser om aksjesparekonto*. Saksnr. 16/3651.

Fondsaksjer (2014), i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/fondsaksjer> (Hentet: 28. april 2021).

FSFIN Forskrift til skatteloven. *Forskrift til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14.*

Helgeland Sparebank (2005a) *1. kvartal 2005, pro forma tall, sammenslått bank*. Tilgjengelig fra: https://www.hsb.no/globalassets/dokumenter-regnskap/proforma_1kv2005_no.pdf (Hentet: 8. februar 2021).

Helgeland Sparebank (2005b) *2. kvartal 2005*. Tilgjengelig fra: https://www.hsb.no/globalassets/dokumenter-regnskap/hsb_2kv2005_no.pdf (Hentet: 8. februar 2021).

Ikrafts. Av lov 2017:121, endr i skatteloven. *Ikraftsettelse av lov 19. desember 2017 nr. 121 om endringer i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Ikrafts. av lov 2017:121, endr i skatteloven. *Ikraftsettelse av lov 19. desember 2017 nr. 121 om endringer i lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).*

Innst. 140 S (2014-2015). *Innstilling fra næringskomiteen om et mangfoldig og verdiskapende eierskap.*

Innst. 273 S (2015-2016). *Innstilling fra finanskomiteen om en skattereform for omstilling og vekst.*

Innst. 4 L (2016-2017). *Innstilling fra finanskomiteen om skatter, avgifter og toll 2017 – lovsaker.*

Innst. nr. 4 L (2016-2017). *Innstilling fra finanskomiteen om skatter, avgifter og toll 2017 – lovsaker.*

Innst. nr. 4 L (2018-2019). *Innstilling fra finanskomiteen om skatter, avgifter og toll 2019 – lovsaker.*

Innst. O. nr. 10 (2004-2005). *Innstilling fra finanskomiteen om skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer.*

Innst. S. nr. 1 (2004-2005). *Innstilling fra finanskomiteen om skatte-, avgifts- og tollvedtak for 2005.*

Innst. O. nr. 40 (1998-1999). *Innstilling fra finanskomiteen om ny skattelov.*

Knudsen, G. og Sirnes, E. (2019) aksje, i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/aksje> (Hentet: 28. april 2021).

Konsern (2011), i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/konsern> (Hentet: 28. april 2021).

Langli, J.C. (2020) *Årsregnskapet*. 10. utg. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Meld. St. 17 (2016 – 2017). *Anmodnings- og utredningsvedtak i stortingsssesjonen 2015 – 2016.*

Meld. St. 27 (2013 – 2014). *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap.*

Meld. St. 4 (2015 – 2016). *Bedre skatt – En skattereform for omstilling og vekst.*

Menon Economics og THEMA Consulting Group (2019) *Risikofri rente – rentepinsipper ved alternative grunnrenteskattmodeller*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/f20e27cf39ec49b7b6c486dd688d02c3/24benergi-norge-notat-risikofri-rente.pdf>

NewsWeb (u.å.) *Oslo Børs*. Tilgjengelig fra: <https://newsweb.oslobors.no/> (Hentet: 6. februar 2021).

Nordea (2020) *Aksjehandel*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/sparing-og-investering/aksjer/aksjehandel-pa-nett.html> (Hentet: 4. februar 2021).

Norges Bank (u.å. a) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/> (Hentet: 6. februar 2021).

Norges Bank (u.å. b) *Statskasseveksler månedsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statskasseveksler-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet: 9. februar 2021).

NOU 2003: 9. *Skatteutvalget – Forslag til endringer i skattesystemet*.

Oslo Børs (u.å.) *Årsstatistikk*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArs-statistikk> (Hentet: 1. februar 2021).

Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) *Skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer*.

Ot.prp. nr. 94 (2008-2009) *Om lov om endring i finansavtaleloven mv. (gjennomføring av de privatretslige bestemmelsene i direktiv 2007/64/EF)*.

Ot.prp.nr. 1 (2004-2005) *Skatte- og avgiftsopplegget 2006 – lovendringer*.

Ot.prp.nr. 1 (2005-2006) *Skatte- og avgiftsopplegget 2006 – lovendringer*.

Pedersen, R. (2020) *Prisoversikt aksjemeglere på nett. Smarte Penger*. Tilgjengelig fra: <https://www.smartepenger.no/tema/104-sparing/2072-prisoversikt-aksjemeglere-pa-nett> (Hentet: 4. februar 2021).

Prop. 1 LS (2016 – 2017). *For budsjettåret 2017 Skatter, avgifter og toll 2017*.

Prop. nr. 1 LS (2016 – 2017). *For budsjettåret 2017 – Skatter, avgifter og toll 2017*.

Prop. nr. 1 LS (2017 – 2018). *For budsjettåret 2018 – Skatter, avgifter og toll 2018*.

Proveny (2018), i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/proveny> (Hentet: 28. april 2021).

Regjeringen (2017) *Aksjesparekonto – ikrafttredelse av lovregel og fastsetting av forskrift*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/aksjesparekonto--ikrafttredelse-av-lovregel-og-fastsetting-av-forskrift/id2558384/> (Hentet: 22. april 2021).

Regnskapsloven. *Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)*.

Skattebetalingsloven. *Lov 17. juni 2005 nr. 67 om betaling og innkreving av skatte- og avgiftskrav (skattebetalingsloven – sktbl.)*.

Skatteetaten (u.å. a) *Skjermingsrente for aksjer og enkeltpersonforetak*. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/skjermingsrente-for-aksjer-og-enkeltpersonforetak/> (Hentet: 9. februar 2021).

Skatteetaten (u.å. b) *Alminnelig inntekt*. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/> (Hentet: 9. februar 2021).

Skatteetaten (u.å.) *Kjøp av aksjer*. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/per-son/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/aksjer-og-verdipapirer/om/fastsette-inngangsverdien/kjop-av-aksjer/> (Hentet: 28. april 2021).

Skatteetaten (u.å.) *Om aksjesparekonto*. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/tredjepartsopplysninger/bank-finans-og-forsikring/aksjesparekonto/om-aksjesparekonto/> (Hentet: 22. april 2021).

Skatteloven. *Lov 26. juni 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven)*.

Skatteloven. *Lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven)*.

Skaug, K. (u.å.) *Børsens ABC*. AksjeNorge. Tilgjengelig fra: <https://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2019/11/AksjeNorge-Nordnet-Kvinnekveld-For-web.pdf> (Hentet: 30 april 2021).

St.meld. nr. 29 (2003-2004) *Om skattereformen*.

Statistisk sentralbyrå (2020) *Variabeldefinisjon Egenkapitalbevis*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/a/metadata/conceptvariable/vardok/1332/nb> (Hentet: 28. april 2021).

Statistisk Sentralbyrå (2021) *08175: Bankenes utlåns- og innskuddsrenter. Totaltelling (prosent), etter statistikkvariabel og år*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/08175/table-ViewLayout1/> (Hentet: 10. februar 2021).

Statskasseveksler (2014) i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/statskasseveksler> (Hentet: 31. mars 2021).

Stortinget (2021) *Lovarbeidet*. Tilgjengelig fra: <https://www.stortinget.no/no/Stortinget-og-demokratiet/Arbeidet/Lovarbeidet/> (Hentet: 22. april 2021).

Stoveland, P.H. (1999) *Delingsmodellen – lovlige og ulovlige tilpasninger*. *Magma*, 1/1999.

Zeisberger, C., Prahl, M. og White, B. (2017) *Mastering private equity – Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. Glasgow: Wiley.

7. Vedlegg

Oversikt over vedlegg:

Vedlegg 1	Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, utbyttebetalende selskaper
Vedlegg 2	Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer på aksjesparekonto, utbyttebetalende selskaper
Vedlegg 3	Balanse for investeringselskap pr. 31.12.2019, øvrige selskaper
Vedlegg 4	Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, øvrige selskaper
Vedlegg 5	Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, øvrige selskaper
Vedlegg 6	Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksje på aksjesparekonto, øvrige selskaper
Vedlegg 7	Balanse for investeringselskap pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper
Vedlegg 8	Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper
Vedlegg 9	Modellutforming og datamateriale

Vedlegg 1: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, utbyttebetalende selskaper

Selskap	Markedsværdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsværdi	= Gevinst (tap)
ABG Sundal Collier	5 099,22	2,04	5 097,18	7 774,41	(2 677,23)
AF Gruppen	391 776,00	99,00	391 677,00	141 457,93	250 219,07
Aurskog Sparebank	241 542,00	96,62	241 445,38	181 626,43	59 818,95
Bonheur	313 425,00	99,00	313 326,00	170 802,19	142 523,81
Byggma	117 576,00	47,03	117 528,97	81 753,92	35 775,05
Kongsberg Gruppen	262 476,00	99,00	262 377,00	163 842,91	98 534,09
Lerøy Seafood Group	537 292,80	99,00	537 193,80	209 704,62	327 489,18
Melhus Sparebank	180 198,00	72,08	180 125,92	161 498,82	18 627,10
Orkla	158 882,56	63,55	158 819,01	107 539,11	51 279,90
Sparebanken Møre	405 126,00	99,00	405 027,00	292 121,45	112 905,55
Sparebanken Vest	97 128,80	38,85	97 089,95	76 731,97	20 357,98
Tomra Systems	355 795,20	99,00	355 696,20	128 340,89	227 355,31
Veidekke	214 383,00	85,75	214 297,25	112 488,27	101 808,98
Voss Veksel- og Landmandsbank	1 533 168,00	99,00	1 533 069,00	1 065 237,77	467 831,23
Gevinst (tap) ved realisasjon					1 911 848,97

Vedlegg 2: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer på aksjesparekonto, utbyttebetalende selskaper

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
ABG Sundal Collier	5 107,20	2,04	5 105,16	7 783,75	(2 678,59)
AF Gruppen	392 128,00	99,00	392 029,00	141 688,28	250 340,72
Aurskog Sparebank	241 920,00	96,77	241 823,23	181 927,87	59 895,36
Bonheur	313 823,00	99,00	313 724,00	170 929,59	142 794,41
Byggma	117 760,00	47,10	117 712,90	81 946,72	35 766,18
Kongsberg Gruppen	262 752,00	99,00	262 653,00	164 058,20	98 594,80
Lerøy Seafood Group	537 934,10	99,00	537 835,10	210 177,46	327 657,64
Melhus Sparebank	180 480,00	72,19	180 407,81	161 696,10	18 711,71
Orkla	159 060,48	63,62	158 996,86	107 661,49	51 335,37
Sparebanken Møre	405 760,00	99,00	405 661,00	292 537,99	113 123,01
Sparebanken Vest	97 255,60	38,90	97 216,70	76 808,09	20 408,61
Tomra Systems	356 352,00	99,00	356 253,00	128 525,49	227 727,51
Veidekke	214 622,00	85,85	214 536,15	112 647,62	101 888,53
Voss Veksel- og Landmandsbank	1 536 444,00	99,00	1 536 345,00	1 067 824,08	468 520,92
Gevinst (tap) ved realisasjon					1 914 086,18

Vedlegg 3: Balanse for investeringselskap pr. 31.12.2019, øvrige selskaper

Balanse pr. 31.12.2019		Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning		906,13	906,13
Aksjer		2 435 507,71	3 207 456,63
<i>Hvorav DOF</i>	259 aksjer	19 584,35	406,63
<i>Hvorav Frontline</i>	1115 aksjer	408 985,89	123 653,50
<i>Hvorav Goodtech</i>	773 aksjer	8 463,49	5 295,05
<i>Hvorav Gyldendal</i>	1115 aksjer	296 198,29	501 750,00
<i>Hvorav Helgeland Sparebank</i>	1268 aksjer	75 342,08	106 512,00
<i>Hvorav Hexagon Composites</i>	1115 aksjer	20 116,79	40 530,25
<i>Hvorav Junhui Shipping and Transportation</i>	1115 aksjer	16 570,77	5 877,20
<i>Hvorav Kitron</i>	1115 aksjer	5 365,18	12 265,00
<i>Hvorav Nordic Semiconductor</i>	2495 aksjer	42 784,83	138 971,50
<i>Hvorav Norsk Hydro</i>	1475 aksjer	55 291,64	48 144,00
<i>Hvorav Odfjell, serie A</i>	1169 aksjer	51 399,55	30 978,50
<i>Hvorav Odfjell, serie B</i>	1169 aksjer	48 240,85	30 627,80
<i>Hvorav Olav Thon Eiendomsselskap</i>	5822 aksjer	479 858,22	976 931,60
<i>Hvorav Photocure</i>	1115 aksjer	43 007,28	99 792,50
<i>Hvorav Prosafe</i>	330 aksjer	33 648,59	696,30
<i>Hvorav Sandnes Sparebank</i>	1115 aksjer	64 498,36	74 705,00
<i>Hvorav Sparebanken Øst</i>	1115 aksjer	57 359,67	60 879,00
<i>Hvorav Stolt-Nielsen</i>	1115 aksjer	136 474,10	127 110,00
<i>Hvorav Storebrand</i>	1115 aksjer	50 208,60	76 957,30
<i>Hvorav Subsea 7</i>	1115 aksjer	110 313,71	117 019,25
<i>Hvorav Telenor</i>	1115 aksjer	140 829,31	175 552,75
<i>Hvorav TGS-NOPEC Geophysical Company</i>	1115 aksjer	175 686,48	297 816,50
<i>Hvorav Totens Sparebank</i>	1115 aksjer	95 279,68	154 985,00
Sum eiendeler		2 436 413,84	3 208 362,76
Aksjekapital		1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital		515 877,86	1 287 826,78
Skyldig skatt		535,98	535,98
Sum egenkapital og gjeld		2 436 413,84	3 208 362,76

Vedlegg 4: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer i investeringselskap, øvrige selskaper

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
DOF	406,63	1,00	405,63	19 584,35	(19 178,72)
Frontline	123 653,50	49,46	123 604,04	408 985,89	(285 381,85)
Goodtech	5 295,05	2,12	5 292,93	8 463,49	(3 170,56)
Gyldendal	501 750,00	99,00	501 651,00	296 198,29	205 452,71
Helgeland Sparebank	106 512,00	42,60	106 469,40	75 342,08	31 127,32
Hexagon Composites	40 530,25	16,21	40 514,04	20 116,79	20 397,25
Jinhui Shipping and Transportation	5 887,20	2,35	5 884,85	16 570,77	(10 685,92)
Kitron	12 265,00	4,91	12 260,09	5 365,18	6 894,91
Nordic Semiconductor	138 971,50	55,59	138 915,91	42 784,83	96 131,08
Norsk Hydro	48 144,00	19,26	48 124,74	55 291,64	(7 166,90)
Ofjell, serie A	30 978,50	12,39	30 966,11	51 399,55	(20 433,44)
Ofjell, serie B	30 627,80	12,25	30 615,55	48 240,85	(17 625,30)
Olav Thon Eiendomsselskap	976 931,60	99,00	976 832,60	479 858,22	496 974,38
Photocure	99 792,50	39,92	99 752,58	43 007,28	56 745,30
Prosafe	696,30	1,00	695,30	33 648,59	(32 953,29)
Sandnes Sparebank	74 705,00	29,88	74 675,12	64 498,36	10 176,76
Sparebanken Øst	60 879,00	24,35	60 854,65	57 359,97	3 494,68
Stolt-Nielsen	127 110,00	50,84	127 059,16	136 474,10	(9 414,94)
Storebrand	76 957,30	30,78	76 926,52	50 208,60	26 717,92
Subsea 7	117 019,25	46,81	116 972,44	110 313,71	6 658,73
Telenor	117 552,75	47,02	117 505,73	140 829,31	(23 323,58)
TGS-NOPEC Geophysical Company	297 816,50	99,00	297 717,50	145 686,48	152 031,02
Totens Sparebank	154 985,00	61,99	154 923,01	95 279,68	59 643,33
Gevinst (tap) ved realisasjon					743 110,89

Vedlegg 5: Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, øvrige selskaper

Balanse pr. 31.12.2019		Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning		1 879,70	1 879,70
Aksjer		2 438 027,51	3 211 613,95
<i>Hvorav DOF</i>	258 aksjer	19 608,99	405,06
<i>Hvorav Frontline</i>	1117 aksjer	409 450,50	123 875,30
<i>Hvorav Goodtech</i>	774 aksjer	8 458,15	5 301,90
<i>Hvorav Gyldendal</i>	1117 aksjer	296 470,44	502 650,00
<i>Hvorav Helgeland Sparebank</i>	1270 aksjer	75 452,58	106 680,00
<i>Hvorav Hexagon Composites</i>	1117 aksjer	20 148,38	40 602,98
<i>Hvorav Junhui Shipping and Transportation</i>	1117 aksjer	16 591,77	5 897,79
<i>Hvorav Kitron</i>	1117 aksjer	5 365,27	12 287,00
<i>Hvorav Nordic Semiconductor</i>	2497 aksjer	42 853,19	139 082,90
<i>Hvorav Norsk Hydro</i>	1477 aksjer	55 371,43	48 209,28
<i>Hvorav Odfjell, serie A</i>	1171 aksjer	51 443,55	31 031,50
<i>Hvorav Odfjell, serie B</i>	1171 aksjer	48 282,55	30 680,20
<i>Hvorav Olav Thon Eiendomsselskap</i>	5824 aksjer	479 922,82	977 267,20
<i>Hvorav Photocure</i>	1117 aksjer	43 018,34	99 971,50
<i>Hvorav Prosafe</i>	330 aksjer	33 667,45	696,30
<i>Hvorav Sandnes Sparebank</i>	1117 aksjer	64 578,54	74 839,00
<i>Hvorav Sparebanken Øst</i>	1117 aksjer	57 437,33	60 988,20
<i>Hvorav Stolt-Nielsen</i>	1117 aksjer	136 649,85	127 338,00
<i>Hvorav Storebrand</i>	1117 aksjer	50 248,31	77 095,34
<i>Hvorav Subsea 7</i>	1117 aksjer	110 532,65	117 229,15
<i>Hvorav Telenor</i>	1117 aksjer	141 052,70	175 871,65
<i>Hvorav TGS-NOPEC Geophysical Company</i>	1117 aksjer	175 985,52	298 350,70
<i>Hvorav Totens Sparebank</i>	1117 aksjer	95 437,20	155 263,00
Sum eiendeler		2 439 907,21	3 213 493,65
Aksjekapital		1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital		519 907,21	1 293 493,65
Skyldig skatt		-	-
Sum egenkapital og gjeld		2 439 907,21	3 213 493,65

Vedlegg 6: Gevinst- og tapsberegning ved realisasjon av aksjer på aksjesparekonto, øvrige selskaper

Selskap	Markedsverdi ved realisasjon	- Realisasjonskostnader	= Vederlag ved realisasjon	- Inngangsverdi	= Gevinst (tap)
DOF	405,06	1,00	404,06	19 608,99	(19 204,93)
Frontline	123 875,30	49,55	123 825,75	409 450,50	(285 624,75)
Goodtech	5 301,90	2,12	5 299,78	8 458,15	(3 158,37)
Gyldendal	502 650,00	99,00	502 551,00	296 470,44	206 080,56
Helgeland Sparebank	106 680,00	42,67	106 637,33	75 452,58	31 184,75
Hexagon Composites	40 602,98	16,24	40 586,74	20 148,38	20 438,36
Jinhui Shipping and Transportation	5 897,79	2,36	5 895,43	16 591,77	(10 696,34)
Kitron	12 287,00	4,91	12 282,09	5 365,27	6 916,82
Nordic Semiconductor	139 082,90	55,63	139 027,27	42 853,19	96 174,08
Norsk Hydro	48 209,28	19,28	48 190,00	55 371,43	(7 181,43)
Ofjell, serie A	31 031,50	12,41	31 019,09	51 443,55	(20 424,46)
Ofjell, serie B	30 680,20	12,27	30 667,93	48 282,55	(17 614,62)
Olav Thon Eiendomsselskap	977 267,20	99,00	977 168,20	479 922,82	497 245,38
Photocure	99 971,50	39,99	99 931,51	43 018,34	56 913,17
Prosafe	696,30	1,00	695,30	33 667,45	(32 972,15)
Sandnes Sparebank	74 839,00	29,94	74 809,06	64 578,54	10 230,52
Sparebanken Øst	60 988,20	24,40	60 963,80	57 437,33	3 526,47
Stolt-Nielsen	127 338,00	50,94	127 287,06	136 649,85	(9 362,79)
Storebrand	77 095,34	30,84	77 064,50	50 248,31	26 816,19
Subsea 7	117 229,15	46,89	117 182,26	110 532,65	6 649,61
Telenor	175 871,65	70,35	175 801,30	141 052,70	34 748,60
TGS-NOPEC Geophysical Company	298 350,70	99,00	298 251,70	175 985,52	122 266,18
Totens Sparebank	155 263,00	62,11	155 200,89	95 437,20	59 763,69
Gevinst (tap) ved realisasjon					772 714,54

Vedlegg 7: Balanse for investeringsselskap pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper

Balanse pr. 31.12.2019		Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning		6 519,98	6 519,98
Aksjer		2 900 920,69	4 813 868,58
<i>Hvorav ABG Sundal Collier</i>	1278 aksjer	7 774,41	5 099,22
<i>Hvorav AF Gruppen</i>	2226 aksjer	141 457,93	391 776,00
<i>Hvorav Aurskog Sparebank</i>	1278 aksjer	181 626,43	241 542,00
<i>Hvorav Bonheur</i>	1575 aksjer	170 802,19	313 425,00
<i>Hvorav Byggma</i>	1278 aksjer	81 753,92	117 576,00
<i>Hvorav Kongsberg Gruppen</i>	1902 aksjer	163 842,91	262 476,00
<i>Hvorav Lerøy Seafood Group</i>	9216 aksjer	209 704,62	537 292,80
<i>Hvorav Melhus Sparebank</i>	1278 aksjer	161 498,82	180 198,00
<i>Hvorav Orkla</i>	1786 aksjer	107 539,11	158 882,56
<i>Hvorav Sparebanken Møre</i>	1278 aksjer	292 121,45	405 126,00
<i>Hvorav Sparebanken Vest</i>	1532 aksjer	76 731,97	97 128,80
<i>Hvorav Tomra Systems</i>	1278 aksjer	128 340,89	355 795,20
<i>Hvorav Veidekke</i>	1794 aksjer	112 488,27	214 383,00
<i>Hvorav Voss Veksel- og Landmandsbank</i>	9828 aksjer	1 065 237,77	1 533 168,00
Sum eiendeler		2 907 440,67	4 820 388,56
Aksjekapital		1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital		986 230,35	2 899 178,24
Skyldig skatt		1 210,32	1 210,32
Sum egenkapital og gjeld		2 907 440,67	4 820 388,56

Vedlegg 8: Balanse for aksjesparekonto pr. 31.12.2019, utbyttebetalende selskaper

Balanse pr. 31.12.2019		Anskaffelseskost	Virkelig verdi
Kontantbeholdning		1 857,05	1 857,05
Aksjer		2 906 212,73	4 821 398,38
<i>Hvorav ABG Sundal Collier</i>	1280 aksjer	7 783,75	5 107,20
<i>Hvorav AF Gruppen</i>	2228 aksjer	141 688,28	392 128,00
<i>Hvorav Aurskog Sparebank</i>	1280 aksjer	181 927,87	241 920,00
<i>Hvorav Bonheur</i>	1577 aksjer	170 929,59	313 823,00
<i>Hvorav Byggma</i>	1280 aksjer	81 946,72	117 760,00
<i>Hvorav Kongsberg Gruppen</i>	1904 aksjer	164 058,20	262 752,00
<i>Hvorav Lerøy Seafood Group</i>	9227 aksjer	210 177,46	537 934,10
<i>Hvorav Melhus Sparebank</i>	1280 aksjer	161 696,10	180 480,00
<i>Hvorav Orkla</i>	1788 aksjer	107 661,49	159 060,48
<i>Hvorav Sparebanken Møre</i>	1280 aksjer	292 537,99	405 760,00
<i>Hvorav Sparebanken Vest</i>	1534 aksjer	76 808,09	97 255,60
<i>Hvorav Tomra Systems</i>	1280 aksjer	128 525,49	356 352,00
<i>Hvorav Veidekke</i>	1796 aksjer	112 647,62	214 622,00
<i>Hvorav Voss Veksel- og Landmandsbank</i>	9849 aksjer	1 067 824,08	1 536 444,00
Sum eiendeler		2 908 069,78	4 823 255,43
Aksjekapital		1 920 000,00	1 920 000,00
Annen egenkapital		988 069,78	2 903 255,43
Skyldig skatt		-	-
Sum egenkapital og gjeld		2 908 069,78	4 823 255,43

Vedlegg 9: Modellutforming og datamateriale

Datainnsamling og bearbeiding

Fra Oslo Børs (u.å.) ble det lastet ned datasett kalt «Nøkkeltall». Disse dataene viser hvilke selskaper som var børsnotert, og hvor stor avkastning hvert av selskapene har oppnådd i året. Rådataene fra de ulike kildefilene ble satt inn i ett regneark i analysefilen som benyttes i arbeidet. Videre ble alle selskapsnavnene fra hvert år kopiert inn i én tabell. Dette resulterte i 3 787 verdier. Ved hjelp av Excel fjernes duplikater; 2 916 duplikatverdier ble fjernet, hvilket resulterte i 871 unike verdier. Disse verdiene er likevel ikke helt unike. En del selskaper går igjen fordi de har ulik formatering i rådatafilene. Sortering i alfabetisk rekkefølge viser dette, hvor en manuell gjennomgang resulterer i 613 unike verdier. Dette tallet er basert på at ett selskap kan telles flere ganger dersom det har ulike investeringsmuligheter, så som ulike aksjeklasser.

I Excel ble funksjonen TRIMME benyttet på datasettet. Dette fjerner uønskede mellomrom i dataene (overført til en ny celle). Observasjon av de registrerte verdiene viste at dette var en grunn til duplikatverdier som ikke lot seg fjerne på annen rimelig måte. Disse dataene ble kopiert og limt inn som verdier (ingen kildereferanser; bare tekst) i en egen tabell. Deretter ble duplikatverdiene fjernet, hvilket etterlater 650 unike verdier. I noen tilfeller er fremdeles det samme investeringsobjektet listet flere ganger. Dette henger sammen med inkonsistent formatering. Eksempelvis vil verdiene «Selskap ASA, Ser. A» og «Selskap ASA, Ser, A» begge være i denne listen; Den første har et punktum etter «Ser», den andre et komma. Dette regnes som unike verdier i Excel. For det videre arbeidet er det derfor viktig å ha disse verdiene for å kople dataene sammen.

Regnearket «Sammenstilling» kopler dataene fra de ulike årene. I første kolonne foreligger det «trimmede» navnet. Annen kolonne innehar alle selskapsnavn (og formuleringer) fra rådatasettet, fra alle de ulike årene. De neste tre kolonnene innehar utbytte, kurs (ved årsslutt) og avkastning for det respektive investeringsobjektet for 2003. De påfølgende tre kolonnene har de samme verdiene for 2004. Dette er gjort for perioden 2003 – 2019.

Hver kolonne ble tilordnet en tallverdi. Kolonnen for trimmet navn har verdien 1, rådatanavnet (i kolonne 2) verdien 2. For hvert år og for hver av de tre årlige variablene ble det samme gjort. Året 2003 har verdiene 3, 4 og 5, som svarer til henholdsvis utbytte, kurs og avkastning. Året 2004 har verdiene 6, 7 og 8, som svarer til de samme variablene som for 2003. Dette ble gjort for hvert av årene; I alt ble det tilordnet 53 verdier.

Som nevnt over var det problematisk å arbeide med ulike selskapsnavn. Derfor er første kolonne i sammenstillingstabellen en trimmet versjon av hvert objekts navn. De trimmede navnene ble overført til et nytt regneark, «Selskapsnavn», hvor de ble omgjort til en tabell. Tabellen har i utgangspunktet 3

787 rader. Duplikater fjernes, slik at 650 unike verdier gjenstår; 3 137 duplikater ble fjernet. Formålet med dette trinnet er å benytte den første kolonnen i «Sammenstilling» for å samle dataene på ønsket måte; Dette unngår at det samme selskapet oppføres flere ganger.

Et nytt regneark, «Utbytte», lages. Første kolonne innehar de unike selskapsnavnene fra «Selskapsnavn». De følgende kolonnene presenterer det respektive årstallet (2003 – 2019) i stigende rekkefølge. Hvert år gis et tall, som korresponderer med kolonnennummeret for utbytte i hvert år. Dette er innsatt i regnearkets første (øverste) rad. Det benyttes så en formel for å kople utbyttet fra investeringsobjektet i det gitte året, med det tilhørende selskapet.

På grunn av ulike formateringer av selskapsnavnene ble arbeidet vanskelig. Det ble derfor gjort et manuelt arbeid med å konsolidere dataene for hvert selskap. Eksempelvis hadde ett av selskapene 19 rader (hvilket er forventet for et selskap som har vært børsnotert i hele tidsserien), med fire ulike «formuleringer» av selskapsnavnet. Det første steget var derfor å konsolidere dette til én rad med data. Det gjøres her en overgang fra formler til hardkodete data (ingen referanser). Selve konsolideringen baserer seg på et gjennomsnitt av alle registrerte data. Dette henger sammen med at et selskap som er registrert flere ganger, fordi det har vært notert i flere perioder, fremstår som duplikater. Et gjennomsnitt av alle cellene som inneholder data burde derfor være identisk med hver registrerte data isolert. Celler som ikke inneholder data har verdien «N/A», som holdes utenfor beregningen. Noen av cellene ble etter flyttingen lagret som tekst. For å sikre at dette ikke forringet datamaterialet, ble det lagt inn en kontrollfunksjon, som så ble manuelt kontrollert. Ikke aksepterte verdier viste en feilkode, som så ble manuelt korrigeret. Selskaper som ikke var registrert i hele perioden ble ikke med i dette utvalget.

Det ble så laget en oversikt over selskapene i utvalget, fordelt på tre tabeller: Én tabell for utbytte for hvert selskap, én tabell for kursen til hvert selskap, og én tabell for avkastningen (i prosent) for hvert selskap. Det neste steget i prosessen var å lage tre lister: 1) Selskaper som ikke har utbetalt utbytte i perioden (ikke-utbyttebetalende aksjer); 2) Selskaper som har betalt utbytte hver periode i hele perioden; og 3) Selskaper som har betalt utbytte, men ikke konsekvent (de resterende selskapene). Resultatene er presentert i Tabell:

Antall utbytteutbetalinger	$n = 19$	$n = 0$	$1 \leq n \leq 18$	Sum
Antall selskaper	14	3	35	52

Tabell 41: Selskaper i utvalg

Modeller og børskurser

Basert på overstående analysearbeid, utarbeides det investeringsmodeller. Det foreligger to mulige investeringsvalg: Ved bruk av aksjeselskap eller ved bruk av aksjesparekonto. For disse utarbeides det

tre felles modeller. De tre modellene forutsetter at investoren gjør et valg vedrørende investeringene sine. Investor kan enten velge å plassere utelukkende i ikke-utbyttebetalende aksjer, bare utbyttebetalende aksjer, eller i de øvrige selskapene. Dette legger til grunn de tre kategoriene av selskaper som gjennomgått over.

For hver av de tre modellene forutsettes det at investoren vil skyte inn et beløp hver måned. Investoren vil følgelig bruke disse midlene til å investere i markedet. Kjøpskursen er beregnet til den gjennomsnittlige kursen av startkursen og sluttkursen i det enkelte år.

Aksjekursene internt i et år ble hentet fra Euronext (u.å.). Det ble lastet ned én fil for hvert selskap i utvalget, med unntak av fem selskaper i kategorien «Øvrig»; Selskapene som har betalt utbytte, men ikke årlig gjennom perioden. Disse dataene ble først samlet i én felles arbeidsbok, med ett ark for hvert selskap. Heretter ble det gjort en manipulering av aksjekursene. I rådataene var disse lagret som tekst, som følge av at desimalskillet var registrert som et punktum («.»). Ved bruk av formler ble dette omgjort til tall med komma som desimalskille.

Utvalget i kategorien ikke-utbyttebetalende aksjer har ulike tidspunkter for første børskurs. Disse var 18.12.2003, 03.04.2002 og 06.07.2001. Det sees bort fra de første startdatoene, slik at analysen ikke hensyntar datoer før 18.12.2003 (nyeste felles dato). På den andre siden har vi data til og med 02.02.2021. Alle datapunktene er med i analysen. Modellene lages med henblikk på at realisasjonstidspunkt kan velges senere i analysearbeidet. For utbytteaksjene er første tilgjengelige dato 03.06.2002. I det siste utvalget, de øvrige selskapene, måtte seks selskaper tas ut av utvalget, som følge av manglende kurser. Dette er antatt å være på grunn av en periode uten børsnotering, som fører til at selskapet ikke kvalifiserer for analysen. Utvalget består dermed av 23 selskaper, med første felles kursdato 07.03.2001.

Modellen

Modellen tar utgangspunkt i en startdato og en innskuddsdato. Startdatoen fastsetter modellens startpunkt, eksempelvis 01.01.2004. Innskuddsdatoen fastsetter på hvilken dato hver måned et innskudd gjennomføres. Innskuddet (beløpet) er fastsatt, eksempelvis til kr. 10 000. Modellen beregner kontantbeholdningen for hver dato, som består av forrige dags kontantbeholdning med tillegg av eventuelle innskudd. Eksempelvis vil kontantbeholdningen fra foregående dag på startdatoen være kr. 0, mens det samme dag kan tillegges et innskudd, slik at kontantbeholdningen er innskuddet. Videre forutsetter modellen at det kjøpes en portefølje med like mange aksjer i hvert selskap; Det kan ikke kjøpes aksjer ved mindre investoren kan kjøpe like mange aksjer i hvert selskap på samme tidspunkt.

Det er også lagt inn kostnad for kurtasje. I analysen benyttes Nordea (2020) sine kurtasjekostnader. Kurtasjekostnaden utgjør 0,04 % av transaksjonen, likevel minst kr. 1,00 og maksimalt kr. 99,00.

Modellen er dynamisk tilpasset å kunne benytte andre kurtasjekostnader, men det er forutsatt at dette er kostnadene som benyttes i hele perioden. Det er her forutsatt at det snakkes om «småbeløper», slik at det billigste alternativet fra et raskt internettsøk ble benyttet (Pedersen, 2020).

Modellen starter med 'dagens' dato i første kolonne. Deretter følger innskudd. Innskuddene gjennomføres som angitt over: Ett innskudd hver måned. Tredje kolonne viser kontantbeholdningen. Denne bestemmes som gårsdagens kontantbeholdning redusert for gårsdagens utbetalinger, med tillegg for eventuelle nye innskudd og mottatte renteinntekter. Den fjerde kolonnen viser anskaffelseskost for porteføljen, inklusive kurtasjekostnader, på starten av dagen.

Den femte kolonnen viser beholdningen av antall aksjer. Dette er bestemt som summen av de etterfølgende kolonnene; én kolonne for hvert selskap. Antall aksjer i behold for hvert selskap er bestemt som antall kjøpte aksjer, eventuelt korrigert for splittings og spleisinger. Deretter vises aksjekursen for hvert selskap; én kolonne for hvert selskap. Heretter bestemmes kurtasjekostnaden ved kjøp av aksjer i hvert selskap. Kurtasjekostnaden er bestemt som en beregning av antall aksjer som kan kjøpes i hvert selskap (under forutsetningen om at det skal kjøpes like mange aksjer i hvert selskap) multiplisert med kurtasjekostnaden. Dersom denne kostnaden er mindre enn kr. 1,00, blir kurtasjekostnaden satt til kr. 1,00. Dersom den er større enn kr. 99,00, blir kurtasjekostnaden satt til kr. 99,00. I andre tilfeller er kurtasjekostnaden produktet av antall aksjer som kan kjøpes, aksjekursen og prosentsetsen for kurtasjekostnaden. De etterfølgende kolonnene viser resultatet av denne beregningen for hvert av selskapene, ettersom kurtasjekostnaden må bestemmes for den enkelte transaksjonen.

Deretter vises en kolonne som bestemmer antall aksjer som kan kjøpes i hvert selskap, hensyntatt kurtasjekostnaden. Den neste kolonnen viser dagens kontantstrøm. Denne kontantstrømmen viser bare kontantstrøm ved kjøp av aksjer. Den er bestemt som produktet av antall aksjer å kjøpe i hvert selskap og aksjekursen til hvert selskap i det aktuelle utvalget; deretter tillegges summen av alle kurtasjekostnadene.

Neste kolonne viser verdien av porteføljen på slutten av dagen, dvs. etter eventuelle kjøp. Denne er bestemt som produktet av antall aksjer i behold for hvert selskap og aksjekursen. Neste kolonne viser anskaffelseskost for porteføljen. Den er bestemt som summen av anskaffelseskosten for hvert selskap. De etterfølgende kolonnene bestemmer anskaffelseskosten for hvert selskap. Dette er bestemt som gårsdagens anskaffelseskost med tillegg for dagens kjøp av aksjer, inkludert kurtasjekostnader.

Neste kolonne viser urealisert gevinst eller tap for hele porteføljen. Denne størrelsen er bestemt som summen av urealisert gevinst eller tap for hvert selskap. De etterfølgende kolonnene viser urealisert gevinst eller tap for det enkelte selskapet. Dette er bestemt som differansen mellom dagens markedsverdi (produktet av antall aksjer i behold og dagens aksjekurs) og anskaffelseskost for aksjene.

Til sist er det benyttet en kolonne for å bestemme opptjente renteinntekter for hver dag i hele perioden. Kolonnen ved siden av viser når utbetalingen skjer. Utbetalingen er bestemt som summen av alle opptjente renteinntekter med fradrag for tidligere utbetalte renteinntekter. Dette sikrer at det bare er dette årets renteinntekter (fom. første januar tom. 31. desember) som utbetales på slutten av året. Renteinntektene er tilgjengelige for investeringer pr. 1. januar det etterfølgende året.

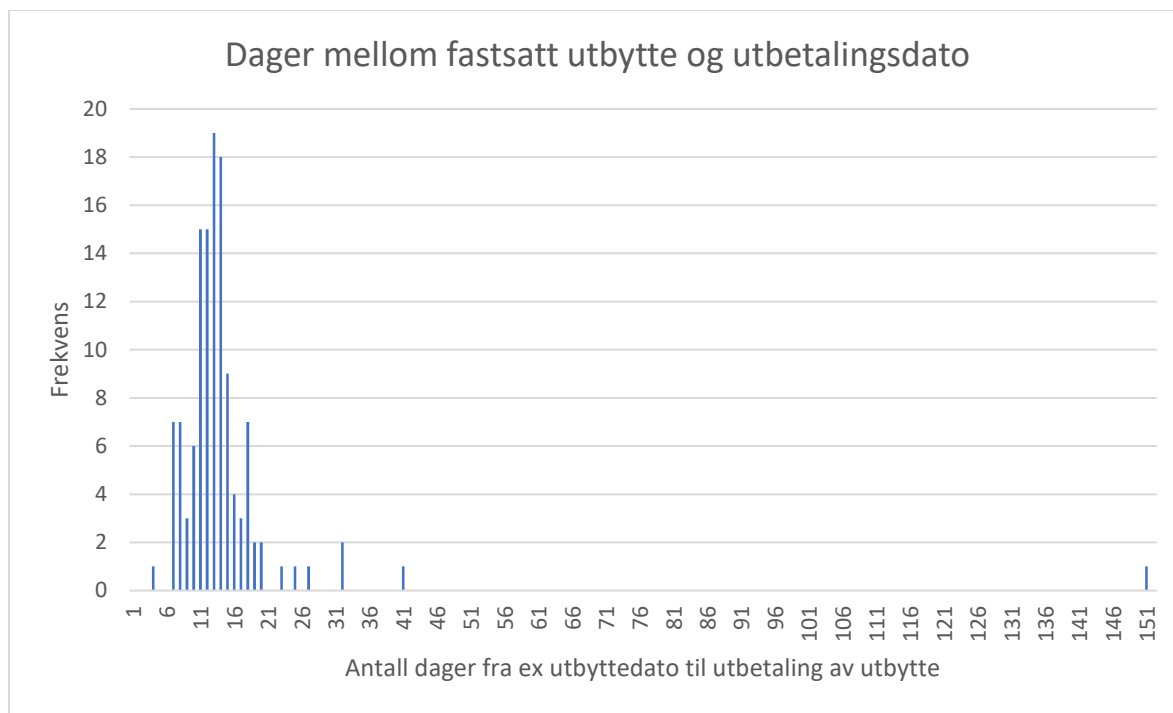
Modellen hensyntar også utbytte. Kolonner for beregning og utbetaling av utbytte er ikke hensyntatt i det første utvalget, som består av ikke-utbyttebetalende selskaper. Det legges til grunn at utbytte kan reinvesteres i markedet første påfølgende dag etter utbetaling; det kan ikke reinvesteres samme dag. I mangel av konkrete data for utbyttedager, estimeres datoer. For hvert selskap ble tilgjengelige børsmeldinger gjennomgått. Datainnsamlingen tok sikte på å innhente ex utbyttedag, dato for utbetaling av utbytte, utbyttets beløp pr. aksje, splitter og spleiser, samt eventuelle andre vesentlige detaljer. I alt ble det samlet inn data fra 638 børsmeldinger, fordelt på 33 selskaper (NewsWeb u.å.).

Etter kodingen av dataene var noen opplysninger ikke tilstrekkelig kodet for at det kunne bli innarbeidet i modellen. Det ble derfor gjort en manuell gjennomgang av kommentarer lagt inn fra datainnsamlingen. Noen linjer ble følgelig slettet, da de kunne bestå av opplysninger som kunne føres på én linje, heller enn to; eksempelvis ex utbyttedag og dag for utbetaling av utbytte. Opplysningene kom i så tilfelle fra to forskjellige børsmeldinger, slik at manipulasjonen fant sted uten innvirkning på originaldataene fra innsamlingen.

For de fleste utbytter var både ex utbyttedag og utbetalingsdato tilgjengelig. Fra andre børsmeldinger var verken utbetalingsdato eller utbyttebeløp pr. aksje inkludert. Basert på dette beregnes det et aritmetisk gjennomsnitt av antall dager mellom utbetalingen og dato for fastsettelse av hvem som får utbytte (innehaver av aksjen eller egenkapitalbeviset på ex dato). Gjennomsnittet er 14,6 dager, med en varians på ca. 174,7 og et standardavvik på ca. 13,2. Den minste verdien er 4, og den største 151. Dataene er presentert i Figur 10. Dette rundes opp til 15 dager netto. Følgelig legger modellen til grunn at et utbytte kan mottas en helg- eller helligdag. Resonnementet som legges til grunn for denne behandlingen er at det vil foreligge variasjoner i tid mellom fastsatt utbytte og selve utbetalingen fra selskap til selskap. Noen selskaper opererer med ca. syv dager netto, mens andre med 14 eller 15 dager netto. Det foreligger også variasjoner for det enkelte selskap på dette tidsrommet. Det kan argumenteres for at dette er et svakt resonnement, og at eksempelvis et vektet gjennomsnitt av det utbetalte beløpet burde vært benyttet. Dermed kan dette ansees som en svakhet ved analysen. Likevel burde denne være marginal med tanke på at datasettet rommer 17 år.

Noen utbyttebeløp er oppgitt i amerikanske dollar. I dette tilfellet konverteres utbyttet til NOK pr. dagen for utbetaling. Datasettet med valutakurser innehar ikke enhver dato i tidsperioden. I dette

tilfellet vil ikke utbyttet kunne konverteres til NOK. Det er derfor lagt inn at et beløp som ikke kan konverteres på så måte, konverteres med neste dags kurs. Dersom det heller ikke skulle foreligge en kurs for denne dagen, benyttes den da påfølgende dato sin valutakurs. Ved bruk av denne beregningen, har alle utbytter en verdi i NOK. Valutakursene er hentet fra Norges Bank (u.å. a) sin oversikt.



Figur 10 Antall dager mellom dato for ex utbytte og dato for utbetaling av utbytte, basert på tilgjengelige data fra datasettet.

Splittinger og spleisinger er hensyntatt i rådataene. En analyse av selskaper som har hatt splittinger og spleisinger i løpet av perioden viser at disse hendelsene er innbakt i rådataene som ble hentet fra Oslo Børs. Det kan argumenteres for at dette forringer analysen noe. Som en konsekvens av at splittinger og spleisinger er innbakt i rådataene, må utbytter justeres for dette. Utbytter blir normalt utdelt før splittinger eller spleisinger. Det er lagt til grunn at dataene representerer kurser fra og med nyeste splitting eller spleising. Data for utbytter er innhentet fra separate kilder, slik at disse representerer utbytte pr. aksje på tidspunktet for utdelingen. Det jobbes derfor bakover, med utgangspunkt i antall utestående aksjer pr. 31.12.2019. Korrigeringene er vist i Tabell 42.

SELSKAP	DATO, FØR	DATO, ETTER	TYPE	FORHOLD
SAS AB	06.06.2010	06.07.2010	SPLEIS	30
AF Gruppen	17.01.2010	18.01.2010	SPLITT	5
Bonheur	30.05.2006	31.05.2006	SPLITT	4
Kongsberg Gruppen	07.05.2009	08.05.2009	SPLITT	4
Lerøy Seafood Group	23.05.2017	24.05.2017	SPLITT	10
Sparebanken Vest	19.05.2010	20.05.2010	SPLITT	2
Veidekke	08.05.2007	09.05.2007	SPLITT	5
Voss Veksel	12.05.2014	13.05.2014	SPLITT	20

Nordic Semiconductor	14.06.2010	15.06.2010	SPLITT	5
Norsk Hydro	09.05.2006	10.05.2006	SPLITT	5
Odfjell	05.05.2005	06.05.2005	SPLITT	2
Olav Thon Eiendomsselskap	10.06.2014	11.06.2014	SPLITT	10

Tabell 42: Oversikt over splittings og spleisinger

Dataene i Tabell 1 er innarbeidet i kursene for de aktuelle selskapene. Endringen i aksjeholdningen for investor innarbeides manuelt på tidspunktet for splitting eller spleising. Merk at for Odfjell SE gjelder dette begge aksjeklassene (Aksjeklasse A og Aksjeklasse B, hhv. ticker ODF og ODFB).

For Helgeland Sparebank ble det observert fra børsmelding at det var gjennomført en spleis pr. 05.04.2005/06.04.2005. Det lot seg ikke lykkes å finne det nøyaktige forholdet. Fra 1. kvartalsrapport 2005 note 4 observeres det at det er utstedt totalt 509 350 grunnfondsbevis (Helgeland Sparebank, 2005a). Note 4 i annen kvartalsrapport 2005 fastsetter at det er utstedt totalt 2 018 260 grunnfondsbevis (Helgeland Sparebank, 2005b). Det legges derfor til grunn at det ble gjennomført en splitt i forholdet 1:4 ($2\,018\,260 / 509\,350 \approx 3,96$). Dette er en snodig konklusjon, og en snodig observasjon for øvrig, ettersom børsmeldingen annonserer spleis, og på engelsk «REVERSED SPLIT»; En 'reversert splitt' tilsvarer naturligvis en spleising av utestående aksjer eller grunnfondsbeviser.

Skjermingsrenter og skattesatser på alminnelig inntekt

I forbindelse med analysen legges det til grunn at skjermingsrenten og skattesatsen på alminnelig inntekt for det aktuelle inntektsåret benyttes. Det er innhentet skattesatser av alminnelig inntekt og skjermingsrenter for perioden 2007 – 2020 (Skatteetaten, u.å. a; Skatteetaten, u.å. b). For perioden 2003 – 2006 legges det til grunn at skattesatsen av alminnelig inntekt var den samme som i den etterfølgende tidsperioden; 28 % som i perioden 2007 – 2012. Skjermingsrenten bestemmes på samme vis som den har blitt gjort i den etterfølgende perioden. FSFIN § 10-12-1 første ledd lyder som følger:

Skjermingsrenten beregnes med utgangspunkt i aritmetisk gjennomsnittlig observert rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid, slik den publiseres av Norges Bank, med et tillegg på 0,5 prosentenheter. Renten nedjusteres med skattesatsen på alminnelig inntekt og skal avrundes til nærmeste tiendedels prosentpoeng.

Denne bestemmelsen har vært gjeldende siden inntektsåret 2017. Før 2017 ble det ikke tillagt 0,5 prosentenheter slik det fastsettes i første punktum her. Det legges til grunn at denne bestemmelsen, uten tillegget på 0,5 prosentenheter, også var gjeldende i perioden 2003 – 2006. Statskasseveksler med tre måneders løpetid etter gjennomsnittlige renter er hentet fra Norges Bank (u.å. b). Følgelig kommer vi frem til oversikten i Tabell 43.

Inntekt- sår	Skjermingsrente	Skattesats av alminnelig inntekt
2020	0,60 %	22,00 %
2019	1,30 %	22,00 %
2018	0,80 %	23,00 %
2017	0,70 %	24,00 %
2016	0,40 %	25,00 %
2015	0,60 %	27,00 %
2014	0,90 %	27,00 %
2013	1,10 %	28,00 %
2012	1,10 %	28,00 %
2011	1,50 %	28,00 %
2010	1,60 %	28,00 %
2009	1,30 %	28,00 %
2008	3,80 %	28,00 %
2007	3,30 %	28,00 %
2006	2,10 %	28,00 %
2005	1,40 %	28,00 %
2004	1,30 %	28,00 %
2003	2,90 %	28,00 %

Tabell 43: Skjermingsrente 2003 – 2020. Merk at skjermingsrenten i 2003 – 2005 er beregnet og ikke fastsatt.

Innskuddsrenter

En del av vurderingen når de to investeringsmodellene sees opp mot hverandre, er at det ikke tillates å gi renter på ubenyttede kontanter i aksjesparekonto, mens en tilsvarende begrensning ikke gjelder for aksjonærmodellen. Følgelig innhentes det innskuddsrenter fra banker. Det er lagt til grunn årlig gjennomsnitt (Statistisk Sentralbyrå, 2021). Tabell 44 viser resultatene.

År	Innskuddsrente
2020	0,70 %
2019	1,02 %
2018	0,82 %
2017	0,80 %
2016	0,85 %
2015	1,41 %
2014	2,13 %
2013	2,26 %
2012	2,40 %
2011	2,36 %
2010	2,09 %
2009	2,13 %
2008	4,98 %
2007	3,47 %
2006	2,02 %
2005	1,38 %

2004	1,38 %
2003	3,71 %

Tabell 44: Rentefot av bankinnskudd i 2003 – 2020.

Det legges til grunn at opptjente renteinntekter på bankinnskudd utbetales 1. januar året etter opp-tjeningsåret. Eksempelvis vil opptjente renteinntekter i perioden 01.01.2004 – 31.12.2004 utbetales den 1. januar 2005. Beskatningen forfaller likevel for inntektsåret 2004. Renteinntektene kan derfor investeres i markedet fra og med 01.01.20xx, men innskuddsbeløpet kan likevel ikke bli negativt; man kan ikke investere opptjent, ikke-utbetalt innskuddsrente. Renteberegningene er gjort etter en daglig beregning. Her legges det til grunn kontinuerlig forrentning. Formel 28 beregner den daglige inn-skuddsforrentningen (Bjørnstad, m.fl., 2010, s. 350).

$$K_t = K_0 e^{rt}$$

Formel 28: Daglig rente av bankinnskudd

Formelen forteller oss at et beløp K_0 som er kontinuerlig forrentet (representert ved Eulers tall (e)) opphøyet i produktet av den årlige renten (r) og tidsperioden angitt i år (t) gir sluttverdien, represen-tert ved K_t . I denne analysen er sluttverdien i hvert tilfelle én dag etter renteberegningen. Startverdien er dagen like før dagen for sluttverdi. Renten som legges til grunn, er den årlige renten. I tillegg trekkes startbeløpet (K_0) ifra beregningen, slik at vi sitter igjen med rentebeløpet.

Tidsperspektivet er én dividert på antall dager i året. Normalt har et år 365 dager, mens skuddår har 366. Renteberegningene legger til grunn innskuddet etter dagens eventuelle utbetalinger. Eksempelvis beregnes det normal rente for 31.01.2004 av innestående beløp, kr. 525,12. Den 1. februar 2004 gjøres det et innskudd på kr. 10 000. Innestående på bankkontoen pr. dagsstart 01.02.2004 er dermed kr. 10 525,12. Denne dagen ble det kjøpt aksjer for kr. 9 115,43. Det beregnes derfor renter av beløpet som er innestående på kontoen ved dagens utløp, kr. 1 409,69 (10 525,12 – 9 115,43). Opptjente, ikke-utbetalte renter for 01.02.2004 (merk at 2004 var et skuddår) utgjør dermed:

$$1\,409,69 * e^{0,0138 * \frac{1}{366}} - 1\,409,69 = 1\,409,69 * \left(e^{\frac{0,0138}{366}} - 1 \right) \approx 0,0532$$

Opptjent rente for dagen 01.02.2004 er dermed ca. 5 øre.

Noen vil gjerne argumentere for at dette er et unødvendig detaljnivå. Det er i denne analysen lagt til grunn at renter på bankinnskudd er en sentral forskjell mellom aksjesparekonto og investeringer fore-tatt gjennom et investeringsselskap, slik at dette detaljnivået må inkluderes i analysen. I et lengre tids-perspektiv kommer man frem til at opptjente renteinntekter i 2004 var kr. 4,52. Opptjente renteinntekter i hele perioden (2004 – 2019) beløper seg til kr. 1 070,75. Dersom det også legges til grunn at dette beløpet kunne blitt investert løpende, er forrentningen eksponentiell. Forskjellen denne behand-lingen utgjør fremkommer gjennom analysen.

En annen problemstilling knyttet til dette punktet gjelder valuteringsdagspunkter. Finansavtaleloven § 27 første ledd lyder som følger:

Ved innbetaling i kontanter på konto tilhørende en forbruker skal institusjonen stille beløpet til rådighet for kunden med valuteringsdag umiddelbart etter at institusjonen har mottatt midlene. Dersom kunden ikke er forbruker, skal beløpet stilles til rådighet med valuteringsdag senest virkedagen etter at beløpet er mottatt.

Ot.prp. nr. 94 (2008-2009) (s. 101 – 116) omtaler problemstillinger knyttet til float. Med float menes at en finansinstitusjon oppnår inntekter som følge av at midlene er tilgjengelig for banken, men ikke for kunden. Banken oppnår slik en positiv float. Alternativet er en negativ float, som vil si at banken finansierer kundens transaksjoner uten at kunden blir belastet for dette. I denne sammenhengen synes det mulig at banken kan oppnå float fra den profesjonelle kunden; Aksjeselskapet benyttet til investeringsformål. Finansavtaleloven er ufravikelig, slik det fremkommer i § 2 første ledd, overfor forbruker. Overfor en ikke-forbruker er loven fravikelig ved avtale. Det er lagt til grunn i denne modellen at det er inngått avtale på tilsvarende vilkår som for en forbruker; Banken kan ikke oppnå hverken positiv eller negativ float. Videre legges det til grunn at den profesjonelle kunden (aksjeselskapet) oppnår renteinntekter for alle dager, inklusive helg- og helligdager med utbetaling som kommentert over. Dette kan naturligvis ansees som en svakhet ved oppgaven, men det ble ansett som for tidkrevende å modellere en mer nøyaktig modell, eventuelt med hensyn til tilfeldigheter.